

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

Rechtsfragen der Bewertung  
bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 104



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT**

**CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1**

**D-60323 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-33753**

**FAX: +49 (0)69 / 798-33929**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Theodor Baums

Rechtsfragen der Bewertung  
bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 104**

**06/ 2009**

# **Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften\***

**Theodor Baums**

## **A. Einleitung**

## **B. Börsenbewertung und Ertragswertverfahren bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften**

### **I. Grundsatz: Normadäquate (anlaßadäquate) Unternehmensbewertung**

### **II. Ausgleich und zu kompensierende Nachteile für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft**

- 1. Fungibilitätsverlust**
- 2. Grundlagenänderung; Kursabschlag wegen negativer Synergien**
- 3. Quotenminderung**
- 4. Unter- und Überbewertung; Vermögensverwässerung**

### **III. Kein genereller Vorrang der Börsenbewertung bei Ermittlung des Umtauschverhältnisses**

- 1. Auslegung**
- 2. Generelle Einwände gegen die Ertragswertmethode**
- 3. Eignung von Börsenkursen für die Unternehmensbewertung**

### **IV. Zusammenfassung**

## **C. Wahl der Bewertungsmethode bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften**

### **I. Allgemeines**

### **II. Die Bedeutung der Rechtsprechung des BVerfG**

- 1. Die Entscheidungen in den Fällen DAT/Altana und Moto Meter AG**
- 2. Die Rechtsprechung der Oberlandesgerichte**
- 3. Die Auffassungen in der Literatur**
- 4. Stellungnahme**

---

\* Der Beitrag ist dem Andenken an den 2008 verstorbenen Freund und langjährigen klugen Gesprächspartner Prof. Dr. *Malte Schindhelm* gewidmet und wird in einer Gedächtnisschrift für ihn im Heymanns Verlag erscheinen.

### **III. Pflichten des Vorstands bei der Wahl der Bewertungsmethode**

1. **Pflicht zur Vereinbarung eines „angemessenen“ Umtauschverhältnisses**
2. **Gewährleistungen der „Angemessenheit“**
3. **Die Pflicht zur Wahl einer *geeigneten* Bewertungsmethode**
4. **Die Anwendung der ausgewählten Bewertungsmethode**
5. **Behandlung von Divergenzen zwischen Ertragswert- und Börsenwertrelation**
6. **Anhang: Börsenkurse als Grundlage der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO im Spruchverfahren**

### **IV. Zusammenfassung**

## **D. Bewertungsmethoden und gerichtliche Kontrolle bei konzerninternen Verschmelzungen**

### **I. Allgemeines**

### **II. Die Bedeutung der Rechtsprechung des BVerfG**

1. **Der Meinungsstand in Rechtsprechung und Literatur**
2. **Keine Bindung der Fachgerichte gemäß § 31 Abs. 1 BVerfGG**
3. **Möglichkeit differenzierender, verfassungskonformer Auslegung der §§ 4 ff UmwG?**
4. **Sachgründe für die Übertragung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf *upstream mergers***
5. **Einwände und Stellungnahme**
6. **Meistbegünstigungsgrundsatz zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft?**
7. **Die Bedeutung des Börsenwerts als *Untergrenze***

### **III. Zusammenfassung**

## **A. Einleitung**

Die Entscheidung des BVerfG und ihr folgend des Bundesgerichtshofes i.S. DAT-Altana haben der Unternehmensbewertung durch den Markt (die Börse) rechtlich entscheidende Bedeutung, nämlich für die Bemessung der Abfindung bei Abschluß von Konzernverträgen (§ 305 AktG) und bei Eingliederung (§ 320 b AktG), verschafft.<sup>1</sup> Diese Entscheidungen haben allerdings auch eine Reihe von Fragen aufgeworfen. Der folgende Beitrag befasst sich mit einem Teilaspekt dieses Themenkreises, nämlich der Bedeutung der marktlichen Bewertung bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften.

Zunächst soll im Folgenden die in der neueren Literatur zunehmend bejahte Frage erörtert werden, ob bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses im Regelfall zwingend, statt von den jeweiligen Ertragswerten, von der Börsenkapitalisierung der Gesellschaften auszugehen ist, weil es sich bei der börslichen Bewertung, wenn keine besonderen Verhältnisse (Marktenge; Marktmanipulationen) vorliegen, generell um die objektivere, verlässlichere Methode der Wertfeststellung handele (dazu unten B.). Wenn diese Frage zu verneinen ist, vielmehr im Grundsatz sogar Wahlfreiheit hinsichtlich der Methoden der Unternehmensbewertung besteht, könnte gleichwohl im Hinblick auf die Rechtsprechung des BVerfG zur Bedeutung der Börsenkurse als Untergrenze in Abfindungsfällen auch hier, wo es um die Berechnung des Umtauschverhältnisses von börsengehandelten Aktien geht, geboten sein, den Börsenkurs der Aktien der übertragenden Gesellschaft jedenfalls dann zugrunde zu legen, wenn dieser höher ist als der auf diese Aktien entfallende anteilige Ertragswert der Gesellschaft. Die entsprechende Frage stellt sich dann freilich auch für die Anteile der übernehmenden Gesellschaft. Sie ist für die Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften (dazu unten C.) und für konzerninterne Verschmelzungen (dazu unten D.) gesondert zu untersuchen. In diesem Zusammenhang wird auch zu erörtern sein, ob die Gerichte im Spruchverfahren der Schätzung des baren Ausgleichs gemäß § 287 Abs. 2 ZPO den Börsenwert der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen zugrunde legen können, auch wenn die Vertragsparteien selbst eine Bewertung mittels der Börsenwerte abgelehnt und die Anwendung der Ertragswertmethode vereinbart haben.

## **B. Börsenbewertung und Ertragswertverfahren bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften**

### **I. Grundsatz: Normadäquate (anlaßadäquate) Unternehmensbewertung**

In der modernen Bewertungslehre besteht Einigkeit darüber, dass es den „wahren“, objektiv feststellbaren Unternehmenswert nicht gibt, sondern dass alle derzeit praktizierten Methoden der Unternehmensbewertung<sup>2</sup> mehr oder weniger unvollkommene Näherungsinstrumente darstellen,

<sup>1</sup> BVerfGE 100, 289 ff.; BGHZ 147, 108 ff.

<sup>2</sup> Überblicke dazu bei *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 159 ff.; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 35 ff.

deren Eignung von nicht immer und überall vorhandenen Gegebenheiten abhängt, oder die Einschätzungen erfordern, die so oder anders getroffen werden können, ohne dass man sie falsch nennen könnte. Aus rechtlicher Sicht bedeutet dies freilich nicht völlige Freiheit oder Beliebigkeit der Methodenwahl ungeachtet dieser Beschränkungen und des Bewertungsanlasses, sondern kommt es darauf an zu fragen, welches Verfahren der Unternehmensbewertung dem jeweils zu verwirklichenden Normzweck am ehesten gerecht wird.

Bei der Verschmelzung von Gesellschaften im Wege der Aufnahme einer übertragenden Aktiengesellschaft auf eine aufnehmende Aktiengesellschaft muß, wie es in § 8 Abs. 1 Satz 2 UmwG heißt, eine Bewertung der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger erfolgen muß, weil daraus „die Folgen für die Beteiligung der Anteilsinhaber“ abzuleiten sind. Den Aktionären der übertragenden Gesellschaft ist, wenn auch die aufnehmende Gesellschaft börsennotiert ist, keine Barabfindung anzubieten (vgl. dagegen §§ 29 Abs. 1 Satz 1, 122 i UmwG; 7 SEAG), sondern ihre Anteile sind in Anteile der aufnehmenden Gesellschaft umzutauschen. Das Umtauschverhältnis der Anteile darf nicht zu niedrig bemessen sein; anderenfalls steht den Anteilsinhabern ein Anspruch auf angemessene Zuzahlung in bar zu (§ 15 Abs. 1 UmwG).

Wäre den Aktionären der übertragenden Gesellschaft insgesamt statt eines Umtauschs ihrer Aktien eine *Barabfindung* für die Aufgabe ihrer Anteile an der durch die Verschmelzung untergehenden Gesellschaft anzubieten, würde es sich bei der von ihnen hinzunehmenden, von der Mehrheit beschlossenen Verschmelzung m. a. W. um eine völlige „Deinvestition“ wie bei einem Verkauf der Aktien handeln, dann läge bei Beachtung des Gebots der norm- oder anlaßadäquaten Bewertung zumindest außerordentlich nahe, für die Frage, welche Abfindung die angemessene ist, auf den am Kapitalmarkt im Fall eines Verkaufs zu erzielenden Börsenpreis zurückzugreifen. Wird z. B. eine börsennotierte auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft verschmolzen, dann liegt die handgreifliche Beeinträchtigung für den Aktionär der übertragenden Gesellschaft im Verlust der Fungibilität der Aktie, ihrer jederzeitigen Veräußerbarkeit zu einem am Kapitalmarkt gebildeten Preis. Im Hinblick darauf gibt ihm das Umwandlungsgesetz in einem solchen Fall das Recht zur „Deinvestition“, auf eine angemessene Barabfindung (§ 29 Abs. 1 UmwG). Wie das BVerfG in seiner für die Bemessung von Abfindungen grundlegenden Entscheidung im Fall DAT/Altana<sup>3</sup> ausgeführt hat, muß die Barabfindung, die der Minderheitsaktionär einer börsennotierten Gesellschaft im Fall eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder einer Eingliederung fordern kann, so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrags oder der Eingliederung erlangt hätten. Um diese Mindestkompensation zu errechnen, bedarf es keiner Bewertung der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen und einer Ableitung des Abfindungsbetrages hieraus, sondern nur der Feststellung des Börsenkurses oder eines Durchschnittskurses zu dem in Betracht kommenden Stichtag bzw. während eines Referenzzeitraums vor diesem Stichtag sowie der Prüfung, ob besondere Gegebenheiten wie z.B. eine Kursmanipulation vorliegen, die ein Abstellen auf den Börsenkurs im konkreten Fall vielleicht doch ausschließen.

Ist dagegen die aufnehmende Gesellschaft gleichfalls börsennotiert, dann besteht die von den Aktionären der übertragenden Gesellschaft hinzunehmende Beeinträchtigung jedenfalls nicht im Verlust der Fungibilität ihrer Anteile. Da sie andere börsennotierte Anteile erhalten, die sie jederzeit am Kapitalmarkt frei veräußern können, sind sie zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung nicht so zu stellen, wie sie bei einer freiwilligen Deinvestition stehen

---

<sup>3</sup> BVerfGE 100, 289 ff.

würden, denn diese Deinvestitionsmöglichkeit bleibt ihnen unbenommen.<sup>4</sup> Die tatsächlichen und die jedenfalls denkbaren Beeinträchtigungen bestehen vielmehr in den folgenden drei Lagen, die sich durch die Verschmelzung für sie ergeben oder doch ergeben können: Erstens müssen sie hinnehmen, dass sie Anteile an einer Gesellschaft erwerben, die nach dem Zusammenschluß der beiden zuvor getrennten Unternehmen einen völlig anderen Zuschnitt, einen anderen Unternehmensgegenstand, eine andere Größe usw. hat, und die demzufolge ganz andere Ertragsaussichten haben kann als diejenige Gesellschaft, in die sie ursprünglich investiert haben. Zweitens wird durch die Verschmelzung, ähnlich wie im Fall einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß, ihre Stimmrechtsquote in dem Umfang vermindert, in dem die stimmberechtigten Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft nach der Verschmelzung den bisherigen Anteilsinhabern dieser Gesellschaft zustehen; u. U. verlieren sie an bestimmte Anteilsquoten geknüpfte Minderheitsrechte. Drittens kann sich für die Anteilsinhaber der übertragenden Gesellschaft, ähnlich wie im Fall der Einbringung einer Sacheinlage gegen Erhalt von Aktien, durch die Verschmelzung eine Vermögensverminderung dadurch ergeben, dass entweder das von ihnen eingebrachte Unternehmen zu niedrig bewertet wird, und sie deshalb zu wenige Aktien im Vergleich mit den Aktionären der aufnehmenden Gesellschaft erhalten, oder dass die Aktien der aufnehmenden Gesellschaft, die ihnen als Gegenleistung gewährt werden, überbewertet sind.

Im Folgenden ist zunächst darauf einzugehen, für welche der angedeuteten Beeinträchtigungen die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft durch Gewährung von Aktien der aufnehmenden Gesellschaft und notfalls durch eine ergänzende bare Zuzahlung zu kompensieren sind, und im Anschluß daran ist dann der hier interessierenden Frage nach der (besonderen) Eignung der börslichen Bewertung der Anteile und der Börsenkapitalisierung der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften hierfür nachzugehen.

## **II. Ausgleich und zu kompensierende Nachteile für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft**

Die Aktionäre einer übertragenden Gesellschaft sind nicht für sämtliche angedeuteten denkbaren oder wirklichen Nachteile zu kompensieren, so dass sich in Bezug auf die nicht kompensationsfähigen Nachteile die Frage der (besonderen) Eignung einer börslichen oder marktlichen Bewertung nicht stellt.

### **1. Fungibilitätsverlust**

Wie bereits oben ausgeführt, scheidet eine Kompensation für einen *Fungibilitätsverlust* aus, wenn eine börsennotierte Gesellschaft auf eine andere börsennotierte Gesellschaft verschmolzen wird. Die naheliegende Anknüpfung an den Börsenpreis als Ausgleich für einen Fungibilitätsverlust scheidet daher hier aus.

---

<sup>4</sup> Allerdings kann der Markt den geplanten und dann durchgeführten Zusammenschluß negativ bewerten. Dies kann zu einem Kursabschlag für die Aktie der übertragenden Gesellschaft vor der Verschmelzung führen und sich in der Bewertung der Aktie der übertragenden Gesellschaft, die der Aktionär im Umtausch erhält, fortsetzen. Die Verschmelzung kann bereits vor ihrer Umsetzung als negativ bewertetes Ereignis in den Börsenkurs „eingepreist“ werden und insofern die rechtlich fortbestehende Deinvestitionsmöglichkeit wirtschaftlich entwerten. Zur Frage, ob der Aktionär der übertragenden Gesellschaft hiervoor geschützt wird, sogleich unten II. 2.



## 2. Grundlagenänderung; Kursabschlag wegen negativer Synergien

Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft müssen hinnehmen, dass sie durch den Zusammenschluß Anteile an einem Unternehmen erwerben, das häufig und so auch im vorliegenden Fall einen völlig *anderen Zuschnitt*, einen anderen Unternehmensgegenstand, eine andere Größe usw. hat als dasjenige, in das sie ursprünglich investiert haben. Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft für die mit der Verschmelzung verbundene Änderung der Grundlagen ihres Investments keinen irgendwie zu bemessenden Ausgleich fordern, so dass sich auch die Frage nach einem geeigneten Bewertungsverfahren insofern nicht stellt.<sup>5</sup> Das ergibt sich daraus, dass die für die Verschmelzung erforderliche Mehrheit (§ 65 UmwG) statt einer Verschmelzung auch eine entsprechende Ausdehnung des Unternehmensgegenstands (§§ 23 Abs. 3 Nr. 2, 179 Abs. 2 AktG) beschließen und damit innerhalb der übertragenden Gesellschaft eine Entwicklung einleiten könnte, die die überstimmte Minderheit gleichfalls ohne Kompensation hinzunehmen hätte.<sup>6</sup> Im Fall einer börsennotierten Gesellschaft bleibt dem überstimmten Minderheitsaktionär in einem solchen Fall immerhin die Möglichkeit eines Verkaufs. Dasselbe gilt im Fall einer Verschmelzung auf eine börsennotierte Gesellschaft.

Aus dieser Überlegung ergibt sich auch die Antwort auf die oben<sup>7</sup> aufgeworfene Frage, ob der Aktionär der übertragenden Gesellschaft schon deshalb zwingend die Heranziehung des Börsenkurses bzw. eines Durchschnitts der Börsenkurse der Aktien seiner Gesellschaft im Zeitraum vor dem Bekanntwerden des Verschmelzungsplans fordern kann, weil der Kapitalmarkt vielleicht das Zusammengehen der beiden Unternehmen negativ bewertet, mit einem Kursabschlag für die Aktie der übertragenden Gesellschaft reagiert,<sup>8</sup> und solche negativen Synergien von anderen Bewertungsmethoden nicht ausreichend erfasst werden. Der Gesetzgeber hat sich im Fall der Verschmelzung mit Ausnahme der in § 29 UmwG genannten Fälle<sup>9</sup> nicht für ein Recht der sich gegen die Verschmelzung aussprechenden Aktionäre der übertragenden Gesellschaft auf Abfindung entsprechend den Regelungen der §§ 305, 320b AktG; 29, 122 i UmwG; 7 SEAG entschieden; der Aktionär hat bei Verschmelzung kein Recht auf Ausscheiden aus der übertragenden Gesellschaft und „Abfindung“<sup>10</sup> zum Marktwert (Börsenkurs) seiner Aktie. Vielmehr entspricht es der gesetzgeberischen Wertung der §§ 4 ff, 60 ff UmwG, dass die Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft ebenso wie die Minderheitsaktionäre der aufnehmenden Gesellschaft in der Gesellschaft verbleiben und die von der Mehrheit beschlossene unternehmerische Strukturentscheidung hinzunehmen haben, mag sie sich auch auf den Börsenwert ihrer alten und neuen Aktien negativ auswirken. Sicherstellen will der Gesetzgeber in den §§ 4 ff UmwG nur, dass dem Aktionär die Partizipation am künftigen

<sup>5</sup> A. A. insoweit wohl OLG Stuttgart AG 2007, 705, 714 li. Sp.

<sup>6</sup> Ähnlich *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 445 f, der zu Recht auf die Zustimmungs- und ggfs. Anfechtungsrechte der Aktionäre hinweist.

<sup>7</sup> Fn. 3.

<sup>8</sup> Der Kursabschlag bei Bekanntwerden der Verschmelzung kann freilich auf verschiedenen Gründen, auch auf dem Zusammentreffen verschiedener Gründe, beruhen. Z. B. mag der Kursabschlag sich daraus erklären, dass ein Umtauschverhältnis angekündigt und festgesetzt wird, das die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft benachteiligt. Eine Vermögensverwässerung aufgrund eines unangemessenen Umtauschverhältnisses müssen die Aktionäre nicht hinnehmen; dem ist aber nicht zwingend durch Ansetzen des Börsenkurses vor Ankündigung der Verschmelzung, sondern durch Festsetzung eines angemessenen Umtauschverhältnisses, notfalls durch gerichtliche Festsetzung einer baren Zuzahlung, abzuhelpen (unten 4.). Im Text geht es nicht um diese Ursache einer negativen Börsenkursreaktion, sondern allein um die negative Bewertung des Zusammengehens der beiden Unternehmen, um die Erwartung „negativer Synergien“ durch den Kapitalmarkt.

<sup>9</sup> Vgl. auch für die grenzüberschreitende Verschmelzung §§ 7 SEAG, 122i UmwG.

<sup>10</sup> OLG Stuttgart AG 2006, 420, 421 re. Sp. m. w. Nachweisen bemängelt zu Recht den ungenauen Sprachgebrauch in einzelnen Entscheidungen und in der Literatur in diesem Zusammenhang, wo von einem Recht des Aktionärs der übertragenden Gesellschaft auf „Abfindung“ oder auf „Entschädigung“ gesprochen werde.

Unternehmenserfolg des durch die Verschmelzung mit dem anderen Unternehmen zusammengeführten Unternehmens in dem Maß erhalten bleiben soll, wie dies dem Wertverhältnis der bisher getrennten Unternehmen und der jeweiligen Beteiligungsquote des einzelnen Aktionärs hieran entspricht. Anders formuliert sollen die negativen Auswirkungen dieser unternehmerischen Entscheidung im Fall eines Zusammengehens der Unternehmen im Vergleich mit einem Verbleib in der Selbständigkeit nicht einseitig von den Aktionären nur einer der beiden Gesellschaften getragen werden müssen. Der Aktionär der übertragenden Gesellschaft wird vor solchen vom Markt erwarteten negativen Synergien daher (nur) insofern geschützt, als davon das Umtauschverhältnis nicht einseitig zu Lasten der übertragenden Gesellschaft und seiner Aktionäre bestimmt werden darf. Bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses auf der Basis des Ertragswertverfahrens oder anderer Schätzverfahren ist deshalb eine *Stand alone*-Bewertung durchzuführen; jedenfalls dürfen negative Synergien nicht einseitig einer Seite zugeordnet werden.<sup>11</sup> Werden der Berechnung des Umtauschverhältnisses Börsenwerte zugrunde gelegt oder ergänzend zur Überprüfung und Plausibilisierung der Ertragswerte herangezogen, dann ist auf einen Referenzzeitraum vor Ankündigung der Verschmelzung abzustellen, so daß der Kursabschlag wegen erwarteter negativer Synergien nicht zum Tragen kommt.<sup>12</sup>

### 3. Quotenminderung

Ähnliches gilt für die Folgen, welche die Verschmelzung für die Aktionäre der übertragenden (wie der aufnehmenden) Gesellschaft in jedem Fall mit sich bringt, nämlich die *Quotenminderung* und die damit einhergehende Verminderung des Stimmrechtsanteils und unter Umständen den Verlust an bestimmte Anteilsquoten geknüpfter Minderheitsrechte. Diese Quotenminderung und der damit u. U. verbundene Verlust an bestimmte Anteilsquoten geknüpfter Minderheitsrechte ist als notwendige Folge der Verschmelzung von den Aktionären hinzunehmen, jedenfalls ist er nicht durch den stattfindenden Umtausch in Aktien der aufnehmenden Gesellschaft aufzuhalten oder die dadurch eintretende Verminderung der Stimmrechtsquote usw. durch eine bare Zuzahlung auszugleichen. Richtig ist nur, dass diese mit der Verschmelzung unausweichlich verbundene Quotenminderung nur unter der Voraussetzung hingenommen werden muß, dass stimmberechtigte Anteile an der übertragenden Gesellschaft jedenfalls in wiederum stimmberechtigte Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft umgetauscht werden müssen,<sup>13</sup> und dass die Aufteilung der Anteile an der künftig gemeinsamen aufnehmenden Gesellschaft entsprechend dem Wert des von den Aktionären der übertragenden Gesellschaft eingebrachten Unternehmens und der jeweiligen Beteiligungsquote hieran erfolgt (dazu sogleich unter 4.). Dies gilt nicht nur für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, sondern, wie sich bereits dem gesetzlichen Bezugsrechtsausschluß in § 69 Abs. 1 Satz 1 UmwG entnehmen lässt, auch für die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft.<sup>14</sup> Die sich daraus für die überstimmten Aktionäre ergebende Lage ist mit der Ausgabe stimmberechtigter Aktien im Fall einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß zu vergleichen, die gleichfalls eine Quotenminderung und u. U. den Verlust von Minderheitsrechten zur Folge hat. Eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß kann mit derselben Mehrheit (§ 186 Abs. 3 AktG)

<sup>11</sup> Zur *Stand alone*-Bewertung und zur Frage der Berücksichtigung und Verteilung erwarteter *positiver* Synergien *Großfeld*, a.a.O. (Fn. 1), Rz. 258 ff m. Nachweisen.

<sup>12</sup> Zur Referenzperiode und zum Rückrechnungszeitpunkt s. etwa *Hüffer*, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rz. 24e m. Nachweisen.

<sup>13</sup> *Grunewald*, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, Bd. I, 3. Auflage 2004, § 23 Rz. 11.

<sup>14</sup> S. dazu aber auch die Ausführungen des OLG Stuttgart AG 2007, 705, 712 f, 714 li. Sp. Das OLG ist wohl so zu verstehen, dass die Aktionäre der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften die damit in jedem Fall verbundene Quotenverminderung dann und insoweit nicht hinnehmen müssen, wenn und soweit die Umtauschrelation nicht angemessen ist.

beschlossen werden wie eine Verschmelzung (§ 65 UmwG). Ferner gibt es in beiden Fällen besondere Erläuterungs- und Begründungspflichten für die geplante Strukturmaßnahme (§§ 186 Abs. 4 AktG; 8 UmwG). Darüber hinaus haben Rechtsprechung und Literatur für den Fall des Bezugsrechtsausschlusses besondere Kriterien der materiellen Rechtfertigung eines solchen Schritts entwickelt. Für den Verschmelzungsbeschluß ist streitig, ob eine entsprechende Inhaltskontrolle auf Anfechtungsklage hin auch hier stattfindet;<sup>15</sup> dem ist hier nicht nachzugehen.

#### 4. Unter- und Überbewertung; Vermögensverwässerung

Zu kompensieren sind die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft vielmehr dafür, dass sie das Vermögen der übertragenden Gesellschaft in die aufnehmende Gesellschaft einbringen (vgl. § 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG). Als „Gegenleistung“ erhalten sie Aktien an der aufnehmenden Gesellschaft. Nach der den §§ 4 ff UmwG zugrundeliegenden Regelung ist allerdings nicht zu fragen und auf Grund von Bewertungen festzustellen, ob der Wert des eingebrachten Vermögens (Unternehmens) dem Wert der erhaltenen Aktien entspricht. Es ist also nicht einerseits eine *Unternehmensbewertung* vorzunehmen, daraus der Wert der Anteile an der übertragenden Gesellschaft abzuleiten, und dem der *Wert der Aktien* an der aufnehmenden Gesellschaft gegenüberzustellen.<sup>16</sup> Der Gesetzgeber trägt in den §§ 4 ff UmwG vielmehr dem Umstand Rechnung, dass sich, wirtschaftlich gesehen, auch die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft, obwohl sie ihr Unternehmen nicht in eine andere Gesellschaft einbringen und keine neuen Anteile erhalten, in der gleichen Lage wie die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft befinden. Für beide Aktionärsgruppen geht es um die Aufteilung künftiger Erträge des gemeinschaftlichen Unternehmens und der mit der Gesamtheit der alten und neuen Aktien an der aufnehmenden Gesellschaft verbundenen Mitgliedschaftsrechte. Der Gesetzgeber hat als Maßstab für diese Zuteilung die *Wertverhältnisse der beiden* durch die Verschmelzung zusammengeführten *Vermögen* (Unternehmen) gewählt.<sup>17</sup> Die durch Bewertung zu ermittelnden Wertverhältnisse der beiden Vermögen (Unternehmen) bestimmen die Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft auf die bisher getrennten Aktionärsgruppen. Erhalten die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft als Ausgleich für die Einbringung „ihres“ Unternehmens Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft in einem Verhältnis, das nicht der Relation der Werte der beiden Unternehmen entspricht, so können sie einen Ausgleich durch bare Zuzahlung verlangen (§ 15 Abs. 1 UmwG). Die bare Zuzahlung soll den Nachteil der Vermögensverminderung ausgleichen, die sich für die Anteilsinhaber einer übertragenden Gesellschaft durch die Verschmelzung ergeben kann, wenn entweder das von ihnen eingebrachte Unternehmen zu niedrig bewertet oder das Unternehmen der aufnehmenden Gesellschaft überbewertet worden ist, und sie deshalb zu wenige Aktien im Vergleich mit den Aktionären der aufnehmenden Gesellschaft erhalten.<sup>18</sup> Die Anzahl und der Wert der den Aktionären der übertragenden Gesellschaft zu gewährenden Aktien und gegebenenfalls eine bare Zuzahlung orientieren sich also nicht unmittelbar am Wert der Aktien an der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft als selbständigen Vermögensgegenständen und selbständig zu

<sup>15</sup> S. dazu etwa *Lutter/Drygala*, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 13 Rz. 31 ff m. weiteren Nachweisen.

<sup>16</sup> Zur Unterscheidung zwischen Unternehmens- und Anteilsbewertung etwa *Welf Müller*, in: Festschrift für Röhrich, 2005, S. 1015, 1020 ff.

<sup>17</sup> Näher zu diesem Maßstab der Zurechnung von Erfolgsbeiträgen nach dem Wertverhältnis der zusammengeführten Unternehmen *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 417 f.

<sup>18</sup> Nur insoweit trifft es zu, dass das UmwG sicherstellen wolle, dass die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft durch die Verschmelzung „keine Nachteile erleiden sollen“ (so BayObLGZ 2002, 400, 405). Die unter 2. und 3. dargestellten Nachteile dieser mit qualifizierter Mehrheit beschlossenen Strukturänderung haben sie – wie die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft auch – jedenfalls hinzunehmen.

bewertenden Wirtschaftsgütern, sondern am Verhältnis der Werte der zusammengeführten Vermögen (Unternehmen). Hieraus ist das Verhältnis der Aufteilung der Aktien in der aufnehmenden Gesellschaft und gegebenenfalls die Pflicht zu einer baren Zuzahlung abzuleiten.

Die Frage ist also, ob, um dieses Aufteilungsverhältnis zu bestimmen und den denkbaren Nachteil einer Vermögensverwässerung wegen Unterbewertung des eingebrachten oder Überbewertung des Vermögens der aufnehmenden Gesellschaft auszuschließen, überhaupt auf die marktliche (börsliche) Bewertung der *Aktien* abgestellt werden kann – denn für die Unternehmen unmittelbar fehlt es in der Regel an einer marktlichen Bewertung – oder vielleicht sogar hierauf abgestellt werden muß. Das ist der Fall, wenn sich dies aus dem Gesetz ergibt, sei es ausdrücklich, sei es mittelbar dadurch, dass das Gesetz die Anwendung einer angemessenen Bewertungsmethode fordert und festgestellt werden kann, dass im vorliegenden Zusammenhang nur die börsliche Bewertung der Aktien als angemessene oder als die angemessenere Methode der Bewertung der durch die Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen in Betracht kommt.

### **III. Kein genereller Vorrang der Börsenbewertung bei Ermittlung des Umtauschverhältnisses**

#### **1. Auslegung**

Das Umwandlungsgesetz schweigt sich in den §§ 4 ff, 60 ff UmwG zu der Frage aus, welche Bewertungsmethode die angemessene ist. § 12 Abs. 2 UmwG deutet vielmehr darauf hin, dass verschiedene Methoden für die Feststellung des Umtauschverhältnisses in Betracht kommen, und dass die Wahl einer oder mehrerer Methoden als in dem betreffenden Fall angemessen gerechtfertigt werden muß. Diese Regelung lässt sowohl das Argument zu, dass bei börsennotierten Gesellschaften eben das Abstellen auf das Verhältnis der (Durchschnitts-) Börsenwerte der beiden Gesellschaften eine angemessene oder vielleicht sogar die einzig angemessene Methode sei, als auch die Annahme, dass auch bei der Verschmelzung von börsennotierten Gesellschaften die Wahl einer anderen als einer marktlichen Bewertungsmethode angemessen sein kann. Auch aus § 8 Abs. 1 Satz 2 UmwG lässt sich nichts anderes ableiten. Diese Vorschrift legt für börsennotierte wie für nichtbörsennotierte Gesellschaften gleichermaßen fest, dass „die Rechtsträger zu bewerten sind“ und sich daraus „Folgen für die Beteiligung der Anteilsinhaber“ ergeben (§ 8 Abs. 1 Satz 2 UmwG). Diese Vorschrift deutet zwar darauf hin, dass die Umtauschrelation für die Anteile aus der Bewertung der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen abzuleiten und nicht unmittelbar aus Durchschnittskursen und ihrem Verhältnis zu entwickeln sind. Das umfasst aber zwanglos auch eine Bewertung der Unternehmen unter Rückgriff auf die Börsenkapitalisierung der Unternehmensträger. Die hier gestellte Frage lässt sich also nicht durch eine bloße Wortlautauslegung der Vorschriften des Umwandlungsgesetzes beantworten. Auch die Vorschriften des Aktiengesetzes zur Bewertung von Sacheinlagen bei Gründung oder Kapitalerhöhung (§§ 34, 38, 183 Abs. 3, 194 Abs. 4, 205 Abs. 3 AktG) geben für die hier interessierende Frage nach der angemessenen Bewertungsmethode bei Einbringung des Unternehmens einer börsennotierten Gesellschaft gegen Gewährung von Anteilen der aufnehmenden Gesellschaft keinen Hinweis.

## 2. Generelle Einwände gegen die Ertragswertmethode

Für eine ausschließliche und zwingende Berücksichtigung der börslichen Bewertung bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften hat sich zuletzt *Tonner* ausgesprochen.<sup>19</sup> Die Bewertung börsennotierter Gesellschaften mit Hilfe der Börsenkurse sei einer gutachterlichen Schätzung des Unternehmenswerts mittels Ertragswertverfahrens grundsätzlich überlegen. Die marktliche Bewertung beruhe auf der Einschätzung und Bewertung zahlreicher Marktteilnehmer und sei schon deshalb der Schätzung durch einen einzelnen Gutachter vorzuziehen.<sup>20</sup> Nur die Anknüpfung an die Börsenkurse trage dem Recht des Aktionärs einer börsennotierten Gesellschaft zur freien Deinvestitionsentscheidung Rechnung.<sup>21</sup> Dies gelte für konzerninterne Verschmelzungen wie für Verschmelzungen unverbundener Gesellschaften gleichermaßen.<sup>22</sup>

Soweit *Tonner* weiter geltend macht, auch aus verfassungsrechtlichen Gründen sei durchgehend die Heranziehung von Börsenkursen geboten,<sup>23</sup> entspricht dies allerdings nicht den Ausführungen des BVerfG in der DAT/Altana – Entscheidung. Vielmehr heißt es dort ausdrücklich, die bislang dominierende Ertragswertmethode sei keinen prinzipiellen verfassungsrechtlichen Bedenken ausgesetzt; an die Fähigkeit anzuknüpfen, künftig Erträge zu erwirtschaften, sei vielmehr „ein verfassungsrechtlich unbedenklicher Ansatz“.<sup>24</sup> Das BVerfG hat lediglich betont, dass in der von ihm zu beurteilenden Konstellation Abfindung und Ausgleich (§§ 304, 305, 320b AktG) nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden dürften.<sup>25</sup> Insbesondere ist kein verfassungsrechtlicher Gesichtspunkt dafür ersichtlich, die außenstehenden Aktionäre auch dann auf den Börsenkurs zu verweisen, wenn dieser hinter dem Ertragswert zurückbleibt, was insgesamt eher die Regel als die in haussierenden Märkten allerdings anzutreffende Ausnahme darstellen dürfte.<sup>26</sup>

Bedenken bestehen aber auch gegen die Begründung bei *Tonner*, dass nur die Anknüpfung an die Börsenkurse dem Recht des Aktionärs einer börsennotierten Gesellschaft zur freien Deinvestitionsentscheidung Rechnung tragen könne. Die freie Deinvestitionsmöglichkeit bleibt dem Aktionär einer Gesellschaft, die auf eine gleichfalls börsennotierte Gesellschaft verschmolzen wird, erhalten. Ihm ist daher nach der gesetzlichen Regelung, anders als bei Verschmelzung seiner Gesellschaft auf eine nicht börsennotierte oder auf eine ausländische Gesellschaft, keine Abfindung anzubieten, die wertmäßig demjenigen entspricht, was er im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Verschmelzung (vgl. §§ 30, 122 i Abs. 1 Satz 3 UmwG) bei einer Veräußerung am Markt für seine Aktie erhalten hätte. Vielmehr soll nach der Regelung des Umwandlungsgesetzes dem Aktionär, der durch die Verschmelzung nicht von der Teilhabe an der künftigen Entwicklung „seines“ Unternehmens abgeschnitten werden soll, die Partizipation am künftigen Unternehmenserfolg des durch die Verschmelzung mit dem anderen

<sup>19</sup> *M. Tonner*, Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bewertung des Anteilseigentums, in: Festschrift für K. Schmidt, 2009, S. 1581, 1593 ff; weitere umfangreiche Lit.nachweise zur Bemessung der Abfindung in den Fällen der §§ 305, 320b AktG ausschließlich nach Börsenkursen bei *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 12), § 305 Rz. 24b.

<sup>20</sup> *Tonner*, a.a.O., S. 1589 f.

<sup>21</sup> *Tonner*, a.a.O., S. 1587.

<sup>22</sup> *Tonner*, a.a.O., S. 1593 ff.

<sup>23</sup> *Tonner*, a.a.O., S. 1587, 1588 („Die Umsetzung der verfassungsrechtlichen Vorgaben im einfachen Recht“).

<sup>24</sup> BVerfGE 100, 289, 307; ebenso in BVerfG AG 2007, 697, 699; aus der obergerichtlichen Rechtsprechung dazu eingehend BayObLGZ 2002, 400, 403 f; OLG Stuttgart AG 2004, 43, 44; aus der Lit. *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack* (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Auflage 2008, § 305 Rz. 51 ff; je m. w. Nachweisen.

<sup>25</sup> Zur „Berücksichtigung“ des Börsenkurses bei Verschmelzungen in diesem Sinne s. gesondert unten C.

<sup>26</sup> S. dazu etwa OLG Hamburg AG 2001, 479, 480 re. Sp.; LG Bremen AG 2003, 214, 215 re. Sp.; LG Frankfurt/Main AG 2002, 358, 360 re. Sp.; LG Mannheim AG 2003, 216, 217; zutreffend so auch *Maier-Reimer/Kolb*, in: Festschrift für Welf Müller, 2001, S. 93, 110 bei Fn. 43; *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 12), § 305 Rz. 20d.

Unternehmen zusammengeführten Unternehmens in dem Maß erhalten bleiben, wie dies dem Wert der Unternehmen im Zeitpunkt der Verschmelzung und der jeweiligen Beteiligungsquote des einzelnen Aktionärs entspricht.<sup>27</sup> Wird der Wert der beiden im Wege der Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen nach ihrer Fähigkeit zur Generierung künftiger Erträge mittels eines fachwissenschaftlich anerkannten (Ertragswert-)Verfahrens<sup>28</sup> nach für beide Gesellschaften gleichen Methoden ermittelt, dann bestehen dagegen im Grundsatz jedenfalls dann keine Bedenken, wenn eine Abhängigkeit des bei der Ertragswertfeststellung und der Festlegung des Umtauschverhältnisses auf beiden Seiten beteiligten Personals von der anderen Seite ausgeschlossen werden kann.<sup>29</sup>

Dagegen ist auch nicht überzeugend einzuwenden, dass es für den Kleinaktionär niemals auf einen anteiligen Ertragswert ankommen könne, wenn dieser höher oder niedriger sei als der Börsenkurs seiner Aktie zum maßgeblichen Stichtag, weil der Kleinaktionär an einem höheren Ertragswert nicht partizipiere und eine Abfindung zu niedrigeren Werten als den Börsenkursen bei ihm zu Vermögensverlusten führe.<sup>30</sup> Diese Argumentation berücksichtigt nicht, dass dem Aktionär der übertragenden Gesellschaft bei der Verschmelzung, von den Sonderfällen der §§ 29, 122i UmwG, 7 SEAG abgesehen, de lege lata kein Anspruch auf den „Deinvestitionswert“ seiner Aktie, auf eine Abfindung in Geld oder in anderen Aktien zum aktuellen Marktpreis, zusteht, sondern nur ein Recht auf Umtausch in einem von den Parteien des Verschmelzungsvertrages auszuhandelnden und für die Aktionäre beider Seiten angemessenen oder fairen Umtauschverhältnis. Maßgeblich für die Berechnung des Umtauschverhältnisses ist das Verhältnis der Werte der durch die Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen; es ist nicht im Verhältnis der Börsenkurse der Aktien der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft zueinander umzutauschen.<sup>31</sup> Wenn das BVerfG in der DAT-Altana-Entscheidung die Berücksichtigung der Börsenkurse nicht nur bei der Barabfindung, sondern auch bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses bei Abfindung in Aktien in den Fällen der §§ 305, 320b AktG fordert, dann nicht, um auch in diesen Fällen eine Abfindung zum Deinvestitionswert zu gewährleisten. Vielmehr soll dies zu größerer Objektivität der Unternehmensbewertung in den betreffenden Abhängigkeitslagen beitragen.<sup>32</sup>

Auch das generelle Bedenken gegen die Ertragswertmethode, nämlich daß mit ihrer Anwendung unzweifelhaft Beurteilungs- und Prognosespielräume verbunden sind, sowie der Umstand, dass in der Betriebswirtschaftslehre zahlreiche Einzelfragen umstritten sind, spricht nicht gegen die grundsätzliche Eignung dieser Methode bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses. Soweit diese Prognosen, Beurteilungsspielräume und Streitfragen sich bei der Bewertung beider Unternehmen ergeben und in konsistenter Weise beantwortet werden, mögen sich die damit verbundenen Auswirkungen im Einzelfall sogar aufheben, da es letzten Endes um das Herstellen einer Relation, eines Umtauschverhältnisses, nicht um die Bestimmung nur eines Unternehmenswertes geht. Wie dem auch sei, entscheidend ist jedenfalls, dass es sich bei der Festlegung des

<sup>27</sup> Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 417 weist zu Recht darauf hin, daß eine Zurechnung des künftigen Erfolgs der verschmolzenen Unternehmen nach einem Verursacherprinzip und damit eine quotale Aufteilung der Aktien aufgrund einer kausalen Zurechnung ausscheidet. Vielmehr handelt es sich bei der Zuteilung nach Maßgabe der Bewertung der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften um eine normative Zurechnungsregel.

<sup>28</sup> Dazu umfassend etwa Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2007; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2007; Veröffentlichung des in der Praxis angewandten Unternehmensbewertungsstandards IDW-S 1 in WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff., FN-IDW 2008, S. 271 ff.

<sup>29</sup> Zur Sicherung der Feststellung des Umtauschverhältnisses bei konzerninternen Verschmelzungen unten D.

<sup>30</sup> So etwa Busse v. Colbe, in: Festschrift für Lutter, 2000, S. 1053 ff, allerdings beschränkt auf Abfindungsfälle, nicht bezogen auf reine Umtauschfälle.

<sup>31</sup> Eingehend Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 469 ff.

<sup>32</sup> Dazu unten C. II.; D. II.

Umtauschverhältnisses, wie insbesondere § 5 UmwG belegt, um einen Bestandteil des Verschmelzungsvertrages und damit zumindest im Ansatz um das Ergebnis eines Verhandlungsprozesses zwischen den Vorständen der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften handelt. Das Ergebnis einer Verhandlung über die Preise für die an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen und damit auch über die Umtauschrelation ist grundsätzlich indeterminiert.<sup>33</sup>

Richtig ist nun zwar, dass der Gesetzgeber, wie die §§ 8 f, 12, 15 UmwG belegen, die Festlegung der Umtauschrelation keineswegs dem Belieben der Vertretungsorgane überlässt und nicht jedes Ergebnis eines freien Aushandels der Umtauschrelation hinnimmt, sondern ein methodengeleitetes, vertretbares und vom Verschmelzungsprüfer und notfalls im Spruchverfahren nachprüfbares Vorgehen der Verhandlungsführer hierbei fordert. Bei der Unternehmensbewertung mittels Ertragswertverfahrens handelt es sich daher nicht wie sonst bei Preisverhandlungen vor einem Vertragsschluß um ein willkürliches, sondern um ein „objektiviertes“ Verfahren. Dessen Ergebnis kann deshalb, einschließlich der Schwankungen aufgrund der unleugbaren Beurteilungs- und Prognosespielräume, die mit ihm trotz der „Objektivierung“ und Verfahrenssicherungen verbunden sind, von den von der Verschmelzung betroffenen Aktionären umso eher hingenommen werden, als die Hauptversammlungen dem mit qualifizierter Mehrheit zustimmen müssen (§ 65 UmwG). Auf die grundlegende Funktionsvoraussetzung dieses Preisbildungsmechanismus, nämlich die Unabhängigkeit des Vertretungsorgans und der Aktionärsmehrheit der übertragenden Gesellschaft von der aufnehmenden Gesellschaft, sowie auf die Folgen bei Fehlen dieser Voraussetzungen ist weiter unten eingehend zurückzukommen.<sup>34</sup>

### 3. Eignung von Börsenkursen für die Unternehmensbewertung

Nicht übersehen werden darf ferner, dass auch der Börsenkurs in hohem Maße von der Information und subjektiven Einschätzungen der Kapitalmarktakteure abhängt. Diese Funktionsvoraussetzungen bedingen und beschränken die Eignung des Börsenkurses als Wertmesser für die Festlegung der Unternehmenswerte und damit des Umtauschverhältnisses. Sie stellen zwar die Eignung des Börsenkurses als Wertmesser für die Festlegung der Unternehmenswerte und des Umtauschverhältnisses nicht generell in Frage,<sup>35</sup> dürfen aber auch nicht außer Betracht gelassen werden.

Die These der größeren Verlässlichkeit oder Objektivität der börslichen Bewertung im Vergleich mit einer Bewertung auf der Basis eines fachwissenschaftlichen Gutachtens fußt auf der Grundvoraussetzung, dass der börslichen Bewertung die Einschätzungen und Transaktionen

---

<sup>33</sup> Baums, Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften, in: Festschrift für Zöllner, 1998, Bd. I, S. 65, 81.

<sup>34</sup> Unten D.

<sup>35</sup> Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 351 ff, weist zutreffend darauf hin, daß der Preisbildung für einzelne Anteile an der Börse andere Wertdeterminanten zugrunde gelegt werden als bei Erwerb des Gesamtunternehmens durch einen Einzelinvestor. Allerdings geht es jedenfalls bei der Berechnung der Umtauschrelation im Fall der Verschmelzung nicht darum, den Erwerb der beiden zu verschmelzenden Unternehmen durch einen Einzelinvestor und damit dessen Kalkül zu simulieren. Da eine - theoretisch an sich richtige - Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft zwischen deren Altaktionären und den neu hinzukommenden Aktionären nach Maßgabe einer kausalen Zurechnung der künftigen Ergebnisse weder ex ante noch ex post möglich ist, kann nur ein auf Erwartungen und Schätzungen beruhender, notwendig unvollkommener, normativer Zuteilungsmaßstab nach Maßgabe der im Zeitpunkt der Verschmelzung gegebenen Verhältnisse in Betracht gezogen werden. Da die Börsenkurse jedenfalls auch von den Ertragserwartungen der Anleger in Bezug auf die jeweiligen Emittenten geprägt sind, ist der Ansatz der Börsenkapitalisierung auch in Umtauschfällen keine von vorneherein ungeeignete Bewertungsmethode.

zahlreicher Akteure auf einem „liquiden“ Markt zugrunde liegen (müssen).<sup>36</sup> Fehlt es an einem liquiden Markt in diesem Sinne, weil es über einen längeren Zeitraum hinweg zu einer Handelsunterbrechung gekommen ist oder sich die Aktien im Wesentlichen in einer Hand befinden, dann lässt sich den wegen dieser *Marktenge* in nur wenigen Transaktionen gezahlten und geforderten Preisen keine verlässliche Indikation der künftig nach Ansicht der Anleger auf die Aktie entfallenden Erträge entnehmen; infolgedessen scheidet in einem solchen Fall eine Festlegung des Umtauschverhältnisses auf der Basis solcher Preise aus.<sup>37</sup>

Ferner setzt die Bewertung durch den Markt, bei der es nicht um einen irgendwie gebildeten Börsenkurs zum Zwecke einer Abfindung zum aktuellen Marktpreis geht, sondern die zur Feststellung der Fähigkeit zweier Unternehmen, künftige Erträge zu generieren, zwecks Festlegung eines Umtauschverhältnisses führen soll, eine *umfassende Information* des Marktes über die hierfür relevanten Parameter voraus. Auf regulierten Märkten sorgen die gesetzlich vorgeschriebene Standardpublizität (Konzernabschluss und –lagebericht; Zwischenberichte) und die sog. Anlaßpublizität (Ad hoc-Meldungen; Meldung wesentlicher Beteiligungen; Mitteilungen von directors' dealings) sowie freiwillige Mitteilungen der Unternehmen für die Information des Marktes. Was diesen unternehmensbezogenen Teil der Bewertungsbasis betrifft, ist freilich die Einschätzung seitens des Marktes der Bewertung durch die Vorstände und einen sachverständigen Prüfer, denen die Unternehmensinterna bekannt sind, eindeutig unterlegen. Letzten Endes beruht die Information des Marktes, was die unternehmensbezogenen Daten betrifft, ja gerade auf den Mitteilungen durch die Vorstände. Auch ein hocheffizienter Kapitalmarkt kann nur die Informationen verarbeiten, die ihm zugänglich gemacht werden und damit öffentlich zugänglich sind.<sup>38</sup> So sind etwa die internen Planungsrechnungen, die der Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse zugrunde liegen, dem Kapitalmarkt in der Regel unbekannt. Einzuräumen ist allerdings, dass gerade diese Planungsrechnungen der Vorstände auf überaus optimistischen Annahmen beruhen können, die vom Markt auch bei Bekanntwerden nicht geteilt würden. Richtig ist auch, dass die Einschätzung der Zukunftsaussichten weitere nicht unternehmensspezifische, marktbezogene Kenntnisse erfordert, über die Analysten, die durch ihre Empfehlungen die marktliche Bewertung erheblich beeinflussen, in gleichem oder vielleicht sogar in höherem Maße als die Unternehmensinsider verfügen mögen.

Sodann darf nicht außer Betracht gelassen werden, dass der Aktienkurs nicht nur durch unterbliebene Pflichtveröffentlichungen oder falsche Informationen, sondern auch durch sonstige *Manipulationen* verfälscht werden kann.<sup>39</sup>

Ein weiterer Gesichtspunkt, der vor allem in der neueren Kapitalmarktforschung systematisch untersucht wird, betrifft Abweichungen von der Allokationseffizienz des Kapitalmarkts infolge von *Verhaltensanomalien* der Anleger. Diskutiert werden u.a. der Dispositionseffekt und das Herdenverhalten. Unter *Dispositionseffekt* versteht man die Neigung der Anleger, ihre (De-)Investitionsentscheidungen davon abhängig zu machen, zu welchem Einstandspreis sie ein bestimmtes Wertpapier erworben haben. Bei fallenden Börsenpreisen wird so u.U. zu lange mit

<sup>36</sup> Vgl. etwa KG ZIP 2007, 75, 77 li. Sp.; Tonner, a.a.O. (Fn. 19), S. 1589; Hüttemann ZGR 2003, 454, 468; Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670.

<sup>37</sup> So auch BVerfGE 100, 289, 309; BGHZ 147, 108, 116. Zu den Voraussetzungen einer „Marktenge“ im Einzelnen BGHZ 147, 108, 122 f.; OLG Düsseldorf AG 2003, 329, 331 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 209, 212 m. zahlr. Nachweisen; OLG Stuttgart AG 2007, 705, 715 li. Sp.; KG ZIP 2007, 75, 77 li. Sp.; Maier-Reimer/Kolb, in: Festschrift für Wolf Müller, 2001, S. 93, 98 f.; aus betriebswirtschaftlicher Sicht W. Baums, Der Ausgleich nach § 304 AktG, 2007, S. 117 ff m. Nachweisen.

<sup>38</sup> Zutreffend Hommel/Braun, BB-Beilage 6 zu Heft 38/2002, 10, 12; Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 95, 347 f.

<sup>39</sup> S. dazu auch BGHZ 147, 108, 116; BGHZ 158, 122, 127; OLG Stuttgart AG 2004, 43, 44 re. Sp.



einem Verkauf gezögert; ein „totes Pferd wird weitergeritten“. Die Anpassung der Preise auf dem Kapitalmarkt folgt der Änderung der Fundamentaldaten mit Verzögerung nach.<sup>40</sup> Dieser Gesichtspunkt rechtfertigt die Praxis, für die Unternehmensbewertung nicht auf einzelne Stichtage, sondern auf einen hinreichend lang bemessenen Durchschnittskurs abzustellen.

Unter *Herdenverhalten* versteht man die nachahmende Anlage in Wertpapieren, was in einem haussierenden Börsenumfeld dazu führen kann, dass Aktien, die in letzter Zeit gestiegen sind, jedenfalls bis auf weiteres unaufhörlich steigen und sich weit von den fundamentalen Unternehmensdaten entfernen.<sup>41</sup> Dieser Effekt kann freilich sowohl durch Arbitrage, die sich auf Fundamentaldaten oder –annahmen stützt, als auch durch *noise trading*<sup>42</sup> abgebremsst oder gebrochen werden, so dass sich die Marktbewertung den Fundamentaldaten wieder annähert, anders formuliert, nicht-fundamentale kursbestimmende Faktoren eine geringere Rolle spielen als zuvor. Dies stützt die Annahme, dass Börsenkurse in Wellenbewegungen um die Fundamentalwerte schwanken, und nur eine Längsschnittbetrachtung über einen längeren („Referenz“-) Zeitraum hin eine zuverlässigere Annäherung an den Fundamentalwert eines Unternehmens bietet<sup>43</sup> als das Abstellen auf einen aktuellen Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag. Ein aktueller Börsenkurs besagt zwar durchaus etwas darüber, welchen Erlös ein Aktionär am Markt im Fall einer Deinvestition zu einem bestimmten Zeitpunkt hätte erzielen können (Wertermittlung zu Zwecken der Abfindung). Börsenkurse dürfen dagegen nicht ungeprüft, als vermeintlich voraussetzungslos objektiver Wertmesser, herangezogen werden, um dadurch die Fähigkeit der zusammengeführten Unternehmen zur Generierung künftiger Erträge im Zeitpunkt der Verschmelzung beurteilen und so das Umtauschverhältnis bestimmen zu können. Speziell der Kursanstieg infolge „Herdenverhaltens“ mag sich allerdings ausgleichen, wenn in einem allgemein haussierenden Umfeld beide Werte davon betroffen sind, da es um die Feststellung einer *Relation* zweier Börsenwerte geht. Anders liegt dies aber dann, wenn sich eine Spekulation gerade gegen einen der beiden Werte richtet und sich dabei dieser Effekt einstellt.

Schließlich muß auch folgendes gesehen werden: Das Umtauschverhältnis soll dem Wert der beteiligten Unternehmen im Zeitpunkt der Beschlussfassung des übertragenden Rechtsträgers entsprechen.<sup>44</sup> Die Börsenkurse zu diesem Zeitpunkt sind den Vertragsparteien aber nicht bekannt. Im Hinblick darauf und um Kursbeeinflussungen auszuschließen, stellt die Praxis dort, wo Börsenkurse herangezogen werden, mit Billigung der Gerichte auf einen Durchschnittskurs vor der Ankündigung der Verschmelzung ab.<sup>45</sup> Das bedeutet aber, dass es sich bei dem „Börsenwert“ ohnedies nicht um eine reine marktliche Bewertung, sondern um einen durch die Festlegung des Referenzzeitraums bestimmten und errechneten, rechtlich determinierten

<sup>40</sup> S. nur *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 9. Auflage 2008, S. 369 ff, 370.

<sup>41</sup> S. nur *Grinblatt/Titman/Werners*, 85 American Econ. Rev. 1088 (1995).

<sup>42</sup> „Noise trading“ (d.h. Investitionen eines Anlegers, der seinen Entscheidungen nicht-fundamentale Informationen zugrunde legt) in der Form des „negativen feedback-trading“. Der negative Feedback-Trader verkauft bei vergangenem Preisanstieg und kauft bei vergangener Preissenkung.

<sup>43</sup> *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 156 verneint dagegen auch die Eignung jedes Durchschnittskurses als Indikator des Unternehmens(fundamental-)werts und damit als Grundlage der Berechnung einer Umtauschrelation (S. 465). Dem ist nicht zuzustimmen. Da eine - theoretisch an sich richtige - Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft zwischen deren Altaktionären und den neu hinzukommenden Aktionären nach Maßgabe einer kausalen Zurechnung der künftigen Ergebnisse weder ex ante noch ex post möglich ist, kann immer nur ein auf Erwartungen und Schätzungen beruhender, notwendig unvollkommener, normativer Zuteilungsmaßstab nach Maßgabe der im Zeitpunkt der Verschmelzung gegebenen Verhältnisse in Betracht gezogen werden. Da die Börsenkurse jedenfalls auch von den Ertragserwartungen der Anleger in Bezug aus den jeweiligen Emittenten geprägt sind, ist der Ansatz der Börsenkapitalisierung auf der Basis einer Durchschnittskursbetrachtung über einen längeren Zeitraum hinweg auch in Umtauschfällen keine von vorneherein ungeeignete Bewertungsmethode.

<sup>44</sup> *Bork*, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 15 Rz. 3 m. Nachweisen.

<sup>45</sup> S. dazu (für die Abfindung nach § 305 AktG) *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 12), § 305 Rz. 24d, e m. Nachweisen.

Näherungswert handelt.<sup>46</sup> Dies ist kein Einwand gegen ein Heranziehen dieser marktlichen Bewertung, sondern zeigt nur, dass auch diese „objektivierte“ Methode sich den auf Berechnungen basierenden Schätzmethode insoweit annähert. Noch weiter von jedem zu einem bestimmten Zeitpunkt vom Markt gebildeten Wert entfernt sich dieser einer Berechnung der Umtauschrelation zugrunde gelegte Näherungswert, wenn außerdem wegen des Gebots der zeitnahen Bewertung Entwicklungen zwischen dem Ablauf des Referenzzeitraums und dem Tag der Beschlussfassung des übertragenden Rechtsträgers einbezogen werden, die nicht auf der angekündigten Verschmelzung oder auf willkürlichen Kursbeeinflussungen beruhen.<sup>47</sup>

#### IV. Zusammenfassung

(a) Bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften steht den Aktionären der übertragenden Gesellschaft kein Recht auf Abfindung zum Verkehrswert zu. Könnten die Aktionäre eine Abfindung zum aktuellen Verkehrswert zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Verschmelzung verlangen, dann läge zumindest nahe, der Berechnung der Abfindung den aktuellen Börsenkurs (oder einen Durchschnittskurs) zugrunde zu legen, und zwar ungeachtet dessen, ob es sich bei dem Börsenkurs überhaupt um einen objektiven, verlässlichen Wertmesser der von den Marktteilnehmern in der Zukunft erwarteten anteiligen Erträge je Aktie handelt oder nicht. Denn wenn dem Aktionär ein Recht auf Abfindung wie im Fall eines Verkaufs seiner Aktie zum Marktpreis zustünde, käme es nicht auf die Eignung des Börsenkurses als Wertmesser künftiger Erträge und als hinnehmbarer Maßstab der Zuteilung von Rechten an der aufnehmenden Gesellschaft an, sondern nur darauf, welcher – vielleicht auch spekulativ, von Informationsasymmetrien und von Verhaltensanomalien beeinflusster – Preis dem Aktionär für seine Aktie aktuell am Markt geboten wird. Das Umwandlungsgesetz sieht aber, abgesehen von den Fällen der §§ 29, 122i UmwG (vgl. auch § 7 SEAG), keine Abfindung der Aktionäre der übertragenden (oder aufnehmenden) Gesellschaft zum Verkehrswert als Folge einer Verschmelzung gegen ihren Willen vor, sondern den Umtausch der Anteile an der übertragenden Gesellschaft in Aktien an der übernehmenden Gesellschaft in einem zu ermittelnden Umtauschverhältnis, das sich nach den Werten der durch die Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen im Zeitpunkt des Verschmelzungstichtags<sup>48</sup> richtet. Dieses Umtauschverhältnis bestimmt das Maß, in dem künftig die in einer Gesellschaft zusammengeführten Aktionäre nebeneinander an der Ergebnissen dieser Gesellschaft beteiligt sein und nach dem sie ihre Mitgliedschaftsrechte erhalten und ausüben können sollen.

(b) Auch bei Verschmelzungen, bei denen die Unabhängigkeit der Vertretungsorgane und der entscheidenden Aktionärsmehrheit von der anderen Verschmelzungspartei sichergestellt ist, ist nicht jedes in den Verschmelzungsverhandlungen gefundene Umtauschverhältnis zu akzeptieren, sondern es findet ein objektiviertes Verfahren statt, das der Überprüfung durch den Verschmelzungsprüfer und die Gerichte unterliegt. Ein grundsätzlich zulässiges Verfahren hierbei ist, das Umtauschverhältnis danach zu bestimmen, wie dies der Fähigkeit der zusammengeführten Unternehmen zur Generierung künftiger Erträge im Zeitpunkt der Verschmelzung entspricht, und diese Fähigkeit mit Hilfe einer fachwissenschaftlich anerkannten Methode (Ertragswertverfahren oder eine andere fachwissenschaftlich anerkannte

<sup>46</sup> So überzeugend auch BayObLGZ 2002, 400, 409; OLG Stuttgart AG 2007, 705, 710 re. Sp.; eingehend *Weber* ZGR 2004, 280, 290 ff.

<sup>47</sup> Dazu *Röhrich*, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2001, 2002, S. 3, 26.

<sup>48</sup> Zum Streit um den korrekten Bewertungstichtag s. die Nachweise bei *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 420 ff.

Schätzmethode, z.B. das DCF-Verfahren) zu bestimmen. Funktionsvoraussetzung hierfür ist freilich die Unabhängigkeit des Vertretungsorgans und der Aktionärsmehrheit der übertragenden Gesellschaft von der aufnehmenden Gesellschaft. Auf die Folgen bei Fehlen dieser Funktionsvoraussetzung ist unten noch zurückzukommen.<sup>49</sup>

(c) Die Festlegung des Umtauschverhältnisses aufgrund der Börsenkapitalisierung der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften ist dieser Methode nicht grundsätzlich überlegen und deshalb auch nicht grundsätzlich zu bevorzugen. Insbesondere besteht keine Verpflichtung der Leitungsorgane, die Umtauschverhältnisse ausschließlich mit Hilfe der Börsenkapitalisierung der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften zu bestimmen.<sup>50</sup>

(d) Wird der Börsenkurs (ergänzend) herangezogen, ist Folgendes zu bedenken: Der Börsenkurs gibt nicht nur den aktuellen Markt- oder Verkehrswert der Aktien wieder, der bei Verkauf erzielt werden kann, sondern er bildet auch die Beurteilung der Zukunftserträge der börsennotierten Gesellschaften durch die Kapitalmarktakteure ab. Insofern kommt die börsliche Bewertung nicht nur für die Berechnung von Abfindungen von Aktionären zum aktuellen Verkehrswert ihrer Anteile, sondern auch als Methode der Unternehmensbewertung in Betracht. Der börslichen Bewertung durch eine Vielzahl von Kapitalmarktakteuren ist einerseits ein Objektivitätsvorteil gegenüber der Bewertung durch die Vorstände und Verschmelzungsprüfer zugute zu halten. Andererseits dürfen die Funktionsbedingungen einer börslichen Bewertung und die oben (III. 3.) angedeuteten Umstände und Gegebenheiten, die die Eignung der börslichen Bewertung als Wertmesser künftiger Erträge und damit als Maßstab der Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft einschränken und im Einzelfall sogar ausschließen können, nicht außer Betracht bleiben.

## **C. Wahl der Bewertungsmethode bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften**

### **I. Allgemeines**

Nach den Ausführungen unter B. ist eine Pflicht der Unternehmensorgane, das Umtauschverhältnis ausschließlich aus den Börsenwerten der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften abzuleiten, zu verneinen. Eine ganz andere, im Folgenden zu erörternde Frage ist, ob der Berechnung des Umtauschverhältnisses die Börsenbewertung der übertragenden Gesellschaft oder der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft jedenfalls dann zugrunde gelegt werden muß, wenn sich daraus für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft ein günstigeres Umtauschverhältnis ergibt. Sollte diese Frage für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft zu bejahen sein, stellt sie sich in entsprechender Weise auch für die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft. Die Frage nach der Bedeutung eines höheren Börsenwertes für die Berechnung des Umtauschverhältnisses soll zunächst für den Fall erörtert werden, dass die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften nicht im Sinne des § 17 Abs. 1 AktG voneinander abhängig sind. Wie unten unter D. zu zeigen sein wird, kommt der marktlichen Bewertung bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses bei konzerninternen Verschmelzungen besondere Bedeutung zu.

---

<sup>49</sup> Unten D.

<sup>50</sup> Eingehender dazu unten C. III., D. II.

Die Frage, ob auch bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften ein auf der Basis der marktlichen Bewertung errechnetes höheres Umtauschverhältnis zwingend herangezogen werden muß, wird in Rechtsprechung und Literatur seit der Entscheidung des BVerfG im Fall DAT/Altana vornehmlich unter dem Gesichtspunkt der Reichweite und Bindungswirkung dieser Entscheidung, also der Bedeutung der dort entwickelten verfassungsrechtlichen Vorgaben auch für Verschmelzungsfälle, erörtert. Daneben ist aber ein zweiter Gesichtspunkt zu beachten. Wenn sich bei Anwendung verschiedener Methoden (Marktwertmethode und Schätzmethode/Ertragswertverfahren) unterschiedliche Umtauschverhältnisse ergeben, ist dann nicht der Vorstand der übertragenden Gesellschaft verpflichtet, das für die Aktionäre seiner Gesellschaft günstigere Umtauschverhältnis zu wählen? Gibt es also im Ergebnis bereits aufgrund einfachen Gesellschaftsrechts, auch ohne verfassungsrechtliche Vorgaben, eine Pflicht zum Ansatz des für „ihre“ Gesellschaft günstigsten Wertes, und können die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft im Spruchverfahren einen Ausgleich durch bare Zuzahlung verlangen, wenn sich bei Zugrundelegen einer anderen Bewertungsmethode ein für sie günstigeres Umtauschverhältnis ergeben hätte? Und gilt Entsprechendes auch für die aufnehmende Gesellschaft?

In diesem Zusammenhang wird auch die Frage zu behandeln sein, ob und unter welchen Voraussetzungen die Gerichte im Spruchverfahren zur Schätzung des baren Ausgleichs (§ 287 Abs. 2 ZPO) den Börsenwert der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen zugrunde legen und so eine aufwendige neue Ertragsbewertung erübrigen können, auch wenn die Parteien eine Bewertung mittels der Börsenwerte abgelehnt und die Anwendung der Ertragswertmethode vereinbart haben.

## **II. Die Bedeutung der Rechtsprechung des BVerfG**

### **1. Die Entscheidungen in den Fällen DAT/Altana und Moto Meter AG**

Das BVerfG hat im Fall DAT/Altana, in dem zunächst zwischen der börsennotierten DAT AG und der sie beherrschenden, gleichfalls börsennotierten Altana AG ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen und später die DAT in die Altana AG eingegliedert worden war, entschieden, es sei mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs für außenstehende bzw. ausgeschiedene Aktionäre nach §§ 304, 305, 320b AktG den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen. Der verfassungsrechtliche Eigentumsschutz sichere dem Aktionär einen Anspruch auf die volle Abfindung, die bei börsennotierten Gesellschaften nicht unter dem Verkehrswert liegen dürfe; deshalb dürfe sie nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.<sup>51</sup> Die Barabfindung müsse so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhielten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrags oder der Eingliederung erlangt hätten.<sup>52</sup> Das BVerfG beschränkt sich aber nicht darauf, dieses – überaus naheliegende – Gebot des Rückgriffs auf höhere Börsenkurse für den Fall des Ausscheidens eines Aktionärs und seiner Barabfindung auszusprechen. Sondern es erstreckt dieses Gebot auch auf den der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften ähnlichen Fall, dass dem Aktionär als „Abfindung“ Aktien der Hauptgesellschaft (§ 320 b Abs. 1 Satz 2 AktG) oder der herrschenden Gesellschaft oder ihrer Muttergesellschaft (§ 305 Abs. 2 AktG) anzubieten sind. Das Gesetz

<sup>51</sup> BVerfGE 100, 289, 305 ff.; ebenso BVerfG AG 2000, 40, 41 li. Sp.

<sup>52</sup> BVerfGE 100, 289, 306.

selbst weist auf die Verwandtschaft solcher Fälle mit dem Umtausch der Aktien im Fall der Verschmelzung hin, indem es festlegt, dass für die Bemessung der Abfindung in Aktien die sich bei Verschmelzungen ergebende Umtauschrelation maßgeblich sei (vgl. §§ 305 Abs. 3 Satz 1, 320 b Abs. 1 Satz 4 AktG). Auch in Bezug auf diese Fälle spricht das BVerfG aus, der hierfür notwendigen Unternehmensbewertung der abhängigen Gesellschaft sei, wenn diese börsennotiert sei, grundsätzlich der Börsenwert als Untergrenze der Bewertung zu Grunde zu legen.<sup>53</sup> Dagegen sei es verfassungsrechtlich nicht geboten, einen etwa existierenden Börsenwert der herrschenden Gesellschaft oder der Hauptgesellschaft als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen. Denn das grundrechtlich geschützte Aktieneigentum des abfindungsberechtigten Minderheitsaktionärs vermittele diesem keinen Anspruch darauf, Aktien der herrschenden Gesellschaft zu (höchstens) dem Börsenkurs zu erhalten.<sup>54</sup> Anders als bei einer Barabfindung hat der Aktionär bei Abfindung in Aktien also kein verfassungsrechtlich verbürgtes Recht darauf, so gestellt zu werden, wie er stehen würde, wenn er sich statt der Abfindung zu einer Veräußerung zum relevanten Kurs an der Börse entschieden hätte.

Zu der hier zunächst zu erörternden Frage, ob diese Börsenkursrechtsprechung auch auf die Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften und dort auf die Berechnung des Umtauschverhältnisses zu übertragen ist, hat sich das BVerfG in BVerfGE 100, 289 ff nicht geäußert. In der Entscheidung 1 BvR 234/01 vom 25. 7. 2003<sup>55</sup> ging es um den hier noch ausgeblendeten Fall einer konzerninternen Verschmelzung.<sup>56</sup> Auch der Entscheidung BVerfG AG 2007, 697 ff lässt sich hierfür nichts entnehmen. In dem zugrunde liegenden Fall ging es zwar um die Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften, von denen allerdings die übertragende börsennotiert war, die aufnehmende nicht,<sup>57</sup> also um einen Fall, in dem die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft wahlweise statt Aktien der aufnehmenden Gesellschaft auch eine Abfindung gemäß § 29 UmwG fordern konnten. Das BVerfG lässt in seiner Entscheidung hierzu im Ergebnis ausdrücklich offen, ob die verfassungsrechtlichen Grundsätze, wonach die von einem Konzernvertrag, einer Eingliederung oder einer übertragenden Auflösung betroffenen Minderheitsaktionäre namentlich unter Berücksichtigung des Börsenkurses angemessen zu entschädigen sind, auch für Verschmelzungen zwischen voneinander unabhängigen Gesellschaften uneingeschränkt entsprechend gelten. Denn das Oberlandesgericht, um dessen Entscheidung es in dem Verfassungsrechtsstreit ging,<sup>58</sup> hatte jedenfalls in einer Hilferwägung ausgeführt, dass die Berücksichtigung der Börsenkurse nicht zu einem für die Beschwerdeführer günstigeren Umtauschverhältnis als das Ertragswertverfahren führen würde.

Ein wichtiger Hinweis darauf, dass die geschilderte Börsenkurs-Rechtsprechung des BVerfG nicht notwendig uneingeschränkt auf die Festsetzung des Umtauschverhältnisses bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger börsennotierter Gesellschaften zu übertragen ist, lässt sich allerdings der Entscheidung des BVerfG in der Sache Moto Meter AG entnehmen.<sup>59</sup> Hier führt das BVerfG für den Fall einer übertragenden Auflösung aus, der Umstand, dass die Vorschrift hierzu (§ 179a AktG; § 361 AktG a.F.) keine (in einem Spruchverfahren überprüfbare) Abfindung der aus der Gesellschaft herausgedrängten Minderheitsaktionäre vorsehe, sei unbedenklich. Das gelte aber nur für den Regelfall, in dem der Mehrheitsaktionär der Veräußerung des Gesellschaftsvermögens an einen Dritten zustimme. In diesem Fall sei

<sup>53</sup> BVerfGE 100, 289, 310; vgl. dazu auch BGHZ 147, 108, 115.

<sup>54</sup> BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>55</sup> BVerfG AG 2003, 624.

<sup>56</sup> Dazu gesondert unten D.

<sup>57</sup> S. dazu die Angaben in der angefochtenen Entscheidung des OLG Stuttgart hierzu, OLG Stuttgart AG 2006, 420, 425 sub. II. 1.

<sup>58</sup> OLG Stuttgart AG 2006, 420.

<sup>59</sup> BVerfG 1 BvR 68/95 und 147/97 vom 23. 9. 2000, Abdruck AG 2001, 42 ff.

durch das gleiche Interesse von Mehrheits- und Minderheitsaktionär an einer möglichst hohen Vergütung hinreichend sichergestellt, dass diese auch erzielt werde und im Rahmen der Auflösung der Gesellschaft allen Aktionären entsprechend ihrer Beteiligungsquote zugute komme. Dieser Schutz versage aber dann, wenn der Großaktionär selbst das Gesellschaftsvermögen erwerbe, weil er in diesem Fall von seinem Interesse an einem möglichst niedrigen Veräußerungserlös geleitet werde. In einem solchen Fall sei es geboten, dass die Minderheitsaktionäre die vom Mehrheitsaktionär gezahlte Vergütung in einem Spruchverfahren darauf überprüfen lassen könnten, ob sie dem Wert der Unternehmensbeteiligung der Aktionäre entspreche.

## 2. Die Rechtsprechung der Oberlandesgerichte

Der *Bundesgerichtshof* hat, soweit ersichtlich, zu der hier interessierenden Frage bisher nicht Stellung genommen. Die Rechtsprechung der *Oberlandesgerichte* hierzu geht tendenziell dahin, die Börsenkurs-Rechtsprechung des BVerfG nicht auf Verschmelzungen, jedenfalls nicht auf Verschmelzungen voneinander unabhängiger Gesellschaften zu übertragen. Das *OLG Düsseldorf* hat in seiner Entscheidung vom 20. 11. 2001 allerdings nicht näher erörtert, ob ein höherer Börsenkurs der Aktien der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses anzusetzen sei, weil tatsächlich der errechnete Unternehmensertragswert je Aktie über dem Börsenkurs lag. Der Entscheidung lässt sich nicht entnehmen, ob es sich um eine Verschmelzung zwischen voneinander unabhängigen Gesellschaften gehandelt hat; hierauf wird jedenfalls nicht abgestellt.<sup>60</sup> Erstmals ausdrücklich hat das *BayObLG* 2003 im Fall der Verschmelzung Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank/Bayerische Vereinsbank entschieden, dass bei der Verschmelzung von Gesellschaften außerhalb eines Konzernverhältnisses („merger of equals“) das Umtauschverhältnis allein nach der Ertragswertmethode bestimmt werden könne und es nicht verfassungsrechtlich geboten sei, auf die Börsenkurse abzustellen.<sup>61</sup> Das *OLG Stuttgart* hat sich klar gegen den Ansatz des Börsenkurses der übertragenden Gesellschaft als Mindestwert bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften ausgesprochen.<sup>62</sup> Das *OLG Karlsruhe* hat in der Entscheidung zu einem Fall, der die Verschmelzung einer börsennotierten Gesellschaft auf eine nichtbörsennotierte Gesellschaft betraf, ausgesprochen, aus Gründen der Methodengleichheit und des Gebots der Gleichbehandlung dürfe bei einer solchen Gestaltung nicht auf den Börsenkurs der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze zurückgegriffen werden. Anderenfalls würden die Umtauschrelationen verzerrt.<sup>63</sup> Das *OLG Frankfurt* hat in seinem Beschluß vom 6. 3. 2007 auf das Vorbringen des Antragstellers, der auf das Missverhältnis zwischen dem Börsenkurs seiner Aktien im Erwerbszeitpunkt im Jahr 2000 und dem Börsenkurs der ihm angebotenen Aktien der aufnehmenden Gesellschaft hingewiesen hatte, ausgeführt, auf den Börsenkurs könne es nur dann ankommen, wenn dieser zum maßgeblichen Stichtag höher gewesen sei als der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert der Aktie. Maßgeblich hierfür sei aber der Tag der Zustimmung der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft (im Jahr 2006). Für einen zu diesem Zeitpunkt höheren Börsenkurs sei aber nichts vorgetragen.<sup>64</sup> Dem Sachverhalt der Entscheidung des *OLG Karlsruhe* vom 16. 7. 2008 schließlich, in dem dieses betont, die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft hätten nach der Entscheidung des

<sup>60</sup> OLG Düsseldorf AG 2002, 398, 400 li. Sp.

<sup>61</sup> BayObLGZ 2002, 400 ff; ebenso OLG München AG 2007, 701, 704 f.

<sup>62</sup> OLG Stuttgart AG 2006, 420, 427 (keine Berücksichtigung der Börsenkurse der börsennotierten übertragenden Gesellschaft). Die Entscheidung OLG Stuttgart AG 2007, 705 ff betrifft den Fall einer konzerninternen Verschmelzung; dazu unten D.

<sup>63</sup> OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464.

<sup>64</sup> OLG Frankfurt AG 2007, 448, 449 li. Sp.

BVerfG i.S. DAT/Altana Anspruch auf Entschädigung zum vollen Verkehrswert, ist nicht zu entnehmen, ob es sich um eine Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften gehandelt hat oder nicht.<sup>65</sup>

### 3. Die Auffassungen in der Literatur

Auch in der *Literatur* spricht sich die Mehrheit der Autoren gegen eine Übertragung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf Verschmelzungen aus. Insoweit werden unterschiedliche Positionen vertreten.<sup>66</sup>

Die Befürworter einer zwingenden Berücksichtigung von Börsenkursen auch bei der Verschmelzung<sup>67</sup> berufen sich auf die Vergleichbarkeit der Gefährdungslage der in Aktien abgefundenen Aktionäre bei der Begründung eines Vertragskonzerns oder einer Eingliederung mit der Lage der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft bei der Verschmelzung. Der Verweis auf die Verschmelzungswertrelation in §§ 305 Abs. 3 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 4 AktG enthalte einen Hinweis auf einen Wertungsgleichlauf und das Gebot, gleiche Prinzipien anzuwenden.

Die Gegner einer Übertragung der Rechtsprechung des BVerfG zu Vertragskonzern und Eingliederung auf die Verschmelzung<sup>68</sup> weisen auf den Unterschied in der Gefährdungslage insbesondere bei Verschmelzung unabhängiger Gesellschaften hin. Außerdem verbiete der gleichfalls gebotene Grundrechtsschutz der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft in Verbindung mit dem Grundsatz der Gleichartigkeit der Bewertungsmethoden, zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft den (höheren) Börsenkurs der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde zu legen, bei der aufnehmenden Gesellschaft aber entweder den (niedrigeren) Börsenkurs statt des im Verschmelzungsvertrag angesetzten Schätzwerts als Obergrenze anzusetzen oder aber hier auf diesen höheren Schätzwert auszuweichen und dadurch unterschiedliche Bewertungsmethoden für die übertragende und die aufnehmende Gesellschaft anwenden zu müssen. Zunehmend wird insoweit auch in der Literatur zwischen Verschmelzungen innerhalb und außerhalb der Unternehmensgruppe differenziert. Auf konzerninterne Verschmelzungen seien die DAT/Altana-Grundsätze des BVerfG anwendbar, nicht jedoch auf die Verschmelzung von unverbundenen Gesellschaften.<sup>69</sup>

### 4. Stellungnahme

Wie bereits erwähnt, hat das BVerfG die Frage, ob bei der für die Bestimmung der Verschmelzungswertrelation notwendigen Unternehmensbewertung der übertragenden

<sup>65</sup> OLG Karlsruhe AG 2009, 47 ff.

<sup>66</sup> Eingehende Darstellung bei Adolff, a. a. O. (Fn. 2), S. 457 ff.

<sup>67</sup> Behnke NZG 1999, 934; Erb DB 2001, 523 f; Vetter ZIP 2001, 561, 566 (re. Sp.); Weiler/Meyer ZIP 2001, 2153, 2155 ff; dies. NZG 2003, 669 ff; Puskajler BB 2003, 1692 ff; Tonner, in: Festschrift für K. Schmidt, 2009, S. 1581, 1587, 1588; für eine „Berücksichtigung“ der Börsenkurse auch Piltz ZGR 2001, 185, 205 ff.

<sup>68</sup> Bungert/Eckert BB 2000, 1845 ff; Bungert BB 2001, 1163, 1166; ders., BB 2003, 699 ff; Hüttemann ZGR 2001, 454, 465; Welf Müller, in: Festschrift für Röhrich, 2005, S. 1015, 1029 f; Hüffer, AktG, a.a.O. (Fn. 18), § 305 Rz. 24 i; Hüffer/Schmidt-Aßmann, in: Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 2005, S. 123 ff; Riegger, in: Riegger/Wasmann (Hrsg.), Kölner Kommentar zum SpruchG, 2005, Anh. § 11 Rz. 60 f; Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 457 ff; Kiem ZGR 2007, 542, 552 f; jedenfalls bei Verschmelzungen zwischen unverbundenen Unternehmen so auch Decher, in: Festschrift für Wiedemann, 2002, S. 787, 800; Hommel/Braun, BB-Beilage 6 zu Heft 38/2002, 10, 16.

<sup>69</sup> Paschos ZIP 2003, 1017, 1023 f; Wilsing/Kruse DStR 2001, 991 ff; Lutter/Drygala, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 5 Rz. 23 ff.

Gesellschaft deren Börsenwert grundsätzlich als Untergrenze der Bewertung zu fungieren hat, ausdrücklich offen gelassen.<sup>70</sup> Die Ausführungen des BVerfG im Fall Moto Meter AG sprechen eher dagegen.<sup>71</sup> In der Tat sprechen, wenn die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften voneinander unabhängig sind,<sup>72</sup> die folgenden Erwägungen gegen eine Übertragung der DAT-Altana- Rechtsprechung auf die Verschmelzung.<sup>73</sup>

Zunächst einmal muß gesehen werden, dass die §§ 320 b Abs. 1 Satz 3 AktG, 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG wahlweise eine Barabfindung und eine Abfindung in Aktien gewähren. Da die Barabfindung bei Konzernvertrag und Eingliederung nicht unter dem Börsenpreis stattzufinden hat, liegt es nahe, den Börsenpreis, falls dieser höher ist als der für die Aktie errechnete anteilige Ertragswert des Unternehmens der Untergesellschaft, auch bei der Berechnung der wahlweise in Aktien vorgesehenen Abfindung zu berücksichtigen. Die §§ 4 ff UmwG sehen dagegen keine Barabfindung zum „Deinvestitionswert“ vor, also zu dem aktuell für die Aktie an der Börse zu erzielenden Preis oder Verkehrswert, und wahlweise daneben eine Abfindung in Aktien, sondern ausschließlich den Umtausch der Anteile an der übertragenden Gesellschaft in Aktien der aufnehmenden Gesellschaft nach Maßgabe eines Umtauschverhältnisses. Bereits diese unterschiedliche Behandlung der Aktionäre der in einen Konzernvertrag einbezogenen bzw. einzugliedernden Gesellschaft einerseits und der Aktionäre einer übertragenden Gesellschaft bei Verschmelzung andererseits spricht dafür, dass hier unterschiedlich zu gewichtende Schutzbedürfnisse zu berücksichtigen sind.

In der Tat kann jedenfalls die Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften und ihre Bedeutung für die Aktionäre der übertragenden (wie der aufnehmenden) Gesellschaft insoweit nicht mit der Gefährdungslage für die außenstehenden Aktionäre bei Eingliederung und bei Abschluß eines Konzernvertrages verglichen werden.

Beim Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages wie bei der Eingliederung handelt es sich in aller Regel um einen konzerninternen Vorgang. Bereits beim Aushandeln des Vertrages (der Eingliederungsbedingungen) stehen sich nicht unabhängige Vertragspartner gegenüber, deren Vertreter jeweils im Interesse ihrer Auftraggeber agieren. Sondern regelmäßig ist die Gesellschaft, die der Beherrschung bzw. Gewinnabführungspflicht unterworfen werden soll, bereits vorher von der anderen Seite abhängig. Für die Eingliederung gilt ohnedies, dass sie nur stattfinden kann, wenn die Hauptgesellschaft vorher mindestens 95% der Anteile an der einzugliedernden Gesellschaft hält (§ 320 Abs. 1 AktG). Der Mehrheitsaktionär, der in der Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft deren Vertrag mit sich selbst oder mit einem mit ihm verbundenen Unternehmen zustimmt, hat nicht wie die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft ein gleiches Interesse wie diese an einer möglichst hohen Abfindung, sondern im Gegenteil an einer möglichst niedrigen Abfindung. Auch der Vorstand der abhängigen Gesellschaft wird nicht durchweg auf eine möglichst hohe Abfindung drängen. Seine Loyalität ist gespalten, weil Mehrheit und Minderheit seiner Gesellschaft gegensätzliche Interessen verfolgen.

Damit entfallen aber wesentliche Garantien dafür, dass den Aktionären der abhängigen Gesellschaft von vorneherein eine angemessene Abfindung angeboten wird.<sup>74</sup> Die Pflicht, auch

---

<sup>70</sup> BVerfG AG 2007, 697, 698 re. Sp.

<sup>71</sup> BVerfG AG 2001, 42 ff.

<sup>72</sup> Zur konzerninternen Verschmelzung gesondert unten D.

<sup>73</sup> Dazu, dass die Fachgerichte in Verschmelzungsfällen nicht gemäß § 31 BVerfGG an die Börsenkursrechtsprechung des BVerfG gebunden sind, unten D. II. 2.

<sup>74</sup> Überzeugend BayobIGZ 2002, 400, 406 f.



bei der Abfindung in Aktien den (höheren) am Markt gebildeten Börsenkurs der Berechnung des Umtauschverhältnisses zu Grunde zu legen, kann mit dem damit verbundenen Rückgriff auf die Bewertung der Gesellschaft am Markt dazu beitragen, die Festsetzung des Umtauschverhältnisses zu objektivieren. An die Stelle der niedrigeren (Ertragswert-)Schätzung durch die Vorstände der herrschenden Gesellschaft und der von dieser abhängigen Gesellschaft tritt die (höhere) Bewertung durch alle Marktteilnehmer. Die Bandbreite des Schätzungsermessens, das in besonderem Maße mit einer Wertfeststellung nach dem Ertragswertverfahren verbunden ist, und das bei Abhängigkeit der zu bewertenden Gesellschaft tendenziell zu Gunsten der anderen Seite ausgeübt wird, kommt dann insoweit nicht mehr zum Tragen. Lassen sich im Einzelfall keine überzeugenden Gründe dafür anführen, weshalb die Börsenkapitalisierung der Untergesellschaft nicht ihrem Verkehrswert entspricht,<sup>75</sup> soll eben dieser Wert angesetzt werden, wenn er höher ist als der Schätzwert.

Jedenfalls auf den ersten Blick scheint es sich dabei freilich nur um eine unvollkommene, „asymmetrische“ Objektivierung des Umtauschverhältnisses zu handeln, weil die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft nach der Entscheidung des BVerfG nicht kraft Verfassungsrechts fordern können, dass ein etwa existierender Börsenwert der herrschenden Gesellschaft (der Hauptgesellschaft bei Eingliederung) als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft zugrunde gelegt wird.<sup>76</sup> Das bedeutet nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes aber nicht, dass die herrschende Gesellschaft darin frei wäre, der Berechnung des Umtauschverhältnisses ohne weiteres einen höheren (höher als ihren Börsenwert) Schätzwert zugrunde zu legen und der vom BVerfG intendierten marktlichen „Objektivierung“ der Unternehmensbewertung insoweit wieder die Grundlage zu entziehen. Vielmehr ist auch für die börsennotierte Obergesellschaft davon auszugehen, dass die börsliche Bewertung grundsätzlich, wenn keine besonderen Gegebenheiten vorliegen, ihrem Verkehrswert entspricht.<sup>77</sup> Soll für sie ein höherer Schätzwert angesetzt werden, bedarf dies der sachlichen Rechtfertigung in dem betreffenden Vorstandsbericht (§§ 293a, 319 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 AktG) oder eines Ausgleichs zugunsten der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft.<sup>78</sup>

Aus dem Vorstehenden ergibt sich, dass eine Übertragung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf die Verschmelzung von jeweils voneinander unabhängigen Gesellschaften ausscheidet. Der Objektivierung der Bewertung in Abhängigkeitsverhältnissen bedarf es nicht in Fällen, in denen zwei voneinander unabhängige Gesellschaften miteinander verschmolzen werden sollen. Denn hier sitzen in jeder der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften Mehrheit und Minderheit „in einem Boot“.<sup>79</sup> Das gleichsinnige Interesse von Mehrheit und Minderheit an einem für sie günstigen Umtauschverhältnis, das Fehlen der für die abhängige Gesellschaft charakteristische Spaltung der Loyalität des Vorstands der Gesellschaft sowie die gesetzlichen Vorkehrungen der §§ 4 ff UmwG, die die Festsetzung eines angemessenen Umtauschverhältnisses gewährleisten sollen, stellen hier in einer den Anforderungen des Art. 14 Abs. 1 GG genügenden Weise sicher, dass die quotale Aufteilung der Rechte an dem aufnehmenden Rechtsträger in einer für Minderheitsaktionäre sowohl der übertragenden wie der aufnehmenden Gesellschaft hinnehmbaren und hinzunehmenden Weise erfolgt.

<sup>75</sup> Dazu BVerfGE 100, 289, 309; BGHZ 147, 108, 116.

<sup>76</sup> BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>77</sup> BGHZ 147, 108, 121.

<sup>78</sup> Näher zur Rechtfertigung der Methodenwahl und zum Ausgleich unten III. 5.

<sup>79</sup> So treffend *Lamla*, Grundsätze ordnungsgemäßer Umwandlungsprüfung, 1997, S. 25; *Bungert*, BB 2003, 699, 703.

Im Folgenden ist näher darzustellen und zu begründen, welche Pflichten insbesondere die Vorstände der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften bei der Wahl und Anwendung einer Bewertungsmethode bei Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften treffen. Dabei wird sich zeigen, dass auch hier die Verkehrswerte (Börsenwerte) nicht völlig außer Betracht gelassen werden dürfen.

### III. Pflichten des Vorstands bei der Wahl der Bewertungsmethode

#### 1. Pflicht zur Vereinbarung eines „angemessenen“ Umtauschverhältnisses

Auch wenn die auf verfassungsrechtlichen Erwägungen beruhende Börsenkursrechtsprechung des BVerfG nicht auf die Verschmelzung von jeweils voneinander unabhängigen Gesellschaften anzuwenden ist, schließt das nicht aus, dass der Vorstand jeder der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften seiner Gesellschaft und deren Aktionären kraft einfachen Rechts verpflichtet ist, den günstigeren Börsenwert zum Ansatz zu bringen. Wie § 25 Abs. 1 UmwG belegt, treffen bei einer Verschmelzung den Vorstand der übertragenden Gesellschaft Pflichten nicht nur gegenüber dieser Gesellschaft selbst, sondern bestehen Pflichten unmittelbar gegenüber deren Aktionären; das gilt insbesondere für die Festsetzung eines angemessenen Umtauschverhältnisses.<sup>80</sup> Für den Vorstand der aufnehmenden Gesellschaft gilt im Ergebnis nichts anderes im Verhältnis zu den Aktionären dieser Gesellschaft. Das bedeutet nun aber nicht, dass die jeweiligen Vorstände „ihren“ Aktionären in einem strikten Sinne verpflichtet wären, den für diese jeweils besten Preis bzw. Unternehmenswert in die Berechnung der Umtauschrelation einzustellen. Die Annahme einer solchen Pflicht würde nämlich im Einzelfall dazu führen, dass eine Verschmelzung unterbleiben müsste, obwohl rational handelnde Parteien sich über eine Verschmelzungswertrelation einigen würden.<sup>81</sup> Es besteht deshalb keine Pflicht etwa des Vorstands der übertragenden Gesellschaft, die für die Aktionäre dieser Gesellschaft günstigsten errechneten Werte in die Berechnung des Umtauschverhältnisses einzustellen, und zwar weder den für sie günstigsten (höchsten) Wert der übertragenden noch den für sie günstigsten (niedrigsten) Wert für die aufnehmende Gesellschaft. Der Gesetzgeber stellt vielmehr in Rechnung, dass es bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses nicht um eine einseitige unternehmerische Maßnahme eines Vorstands im Interesse „seiner“ Gesellschaft und deren Aktionäre, sondern um das Ergebnis von Verhandlungen geht, in denen jeder Vorstand zwar verpflichtet sein mag *zu versuchen*, für die von ihm vertretenen Aktionäre das beste Umtauschverhältnis zu vereinbaren; wo aber das letzten Endes vereinbarte Umtauschverhältnis nicht schon deshalb angegriffen werden kann, weil es von diesem optimalen oder günstigsten Wert zum Nachteil der einen oder der anderen oder beider Parteien abweicht. Der Gesetzgeber bringt dies dadurch zum Ausdruck, dass er die beteiligten Organe (nur) dazu verpflichtet, ein *angemessenes* Umtauschverhältnis zu vereinbaren (§ 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG).<sup>82</sup>

<sup>80</sup> Grunewald, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 25 Rz. 14, 15.

<sup>81</sup> So zu Recht Adolff, a. a. O. (Fn. 2), S. 450. Beispiel: Für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft ergibt sich das günstigste Umtauschverhältnis, wenn für die übertragende Gesellschaft deren Börsenwert, der höher ist als ihr Ertragswert, und für die aufnehmende Gesellschaft gleichfalls deren Börsenwert, der aber dort niedriger ist als der Ertragswert, zugrunde gelegt würde. Für die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft ist in diesem Fall das günstigste Verschmelzungsverhältnis dasjenige, das sich bei Ansatz der jeweiligen Ertragswerte ergibt. Rational handelnde Parteien würden sich insoweit vielleicht jeweils auf eine Mittelung von Börsen- und Ertragswertrelation oder auf eine Berechnung auf der Basis des jeweils höchsten Werts für jede Gesellschaft oder auf einen sonstigen Kompromiß einigen.

<sup>82</sup> Vgl. bereits Mertens AG 1990, 20, 25 f.

## 2. Gewährleistungen der „Angemessenheit“

„Angemessen“ ist ein Umtauschverhältnis nur, wenn bei seiner Festlegung die Interessen beider Parteien ausgewogen berücksichtigt worden sind; die Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft zwischen den Aktionären der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft muß „fair“ sein. Der Gesetzgeber verlässt sich insoweit allerdings nicht uneingeschränkt, wie die §§ 5 ff UmwG belegen, darauf, dass die Vorstände der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften das „angemessene“ Umtauschverhältnis schon deshalb vereinbaren werden, weil die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften voneinander unabhängig sind. Vielmehr enthält das Gesetz eine Reihe *verfahrensmäßiger Vorgaben*, die dazu beitragen sollen, dass kein unangemessenes, von den Aktionären nicht hinzunehmendes Umtauschverhältnis vereinbart wird. Dazu gehört das Gebot, bei der Bewertung der Gesellschaften methodengeleitet vorzugehen. Die Auswahl und die Anwendung der gewählten Methode(n) muß angemessen sein (vgl. § 12 Abs. 2 Satz 2 UmwG); darauf ist sogleich zurückzukommen. Dazu gehören ferner die Berichtspflicht (§ 8 UmwG), das Gebot, unabhängige Verschmelzungsprüfer einzuschalten (§§ 10 ff UmwG), und das Erfordernis eines Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit (§ 13 UmwG).

Das Gesetz belässt es aber nicht dabei, diese prozeduralen Vorgaben zu statuieren und das Ergebnis des Verfahrens ohne weiteres als richtig hinzunehmen, sondern es sieht darüber hinaus vor, dass die Gerichte, wenn das Umtauschverhältnis zu Lasten der Aktionäre zu niedrig bemessen ist, einen Ausgleich durch bare Zuzahlung anordnen können (§ 15 UmwG); bei einem zu Lasten der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft zu niedrig bemessenen Umtauschverhältnis können diese mit der entsprechenden Begründung Anfechtungsklage erheben.<sup>83</sup> Eine Rechtsvermutung nach dem Vorbild des § 39a Abs. 3 WpÜG,<sup>84</sup> dass das Umtauschverhältnis als angemessen anzusehen ist, weil Vorstand und qualifizierte Hauptversammlungsmehrheit dem Umtauschverhältnis zugestimmt haben, sieht das Gesetz nicht vor.<sup>85</sup> Die Frage ist nur, wie weit die Überprüfung auch des *Ergebnisses* der Verhandlung über das Umtauschverhältnis und des weiteren Verfahrens auf seine „Angemessenheit“ durch die Gerichte gehen darf und muß.

Vorab ist jedenfalls festzuhalten, dass sich nach deutschem Recht<sup>86</sup> auch bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften die gerichtliche Kontrolle nicht auf eine formale *Verfahrenskontrolle* beschränkt, sondern eine *Ergebniskontrolle* umfasst, nämlich die Prüfung, ob „das Umtauschverhältnis der Anteile zu niedrig bemessen“ ist (vgl. § 15 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Weder zwingt noch berechtigt diese Vorschrift aber, wie schon ihr Wortlaut ausweist, die Gerichte dazu, in jedem Falle auf den Antrag von Aktionären auf bare Zuzahlung hin an Stelle der im Verschmelzungsvertrag festgelegten Umtauschrelation auf der Basis einer weiteren Bewertung durch einen anderen Sachverständigen zu einer eigenen – gegebenenfalls abweichenden – Feststellung der Angemessenheit zu gelangen.<sup>87</sup> Sondern es geht um die

<sup>83</sup> Vgl. BGHZ 112, 9, 19 f; Bork, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 12), § 14 Rz. 14; Marsch-Barner, in: Kallmeyer (Hrsg.), UmwG, 3. Auflage 2006, § 14 Rz. 15; je m. w. Nachweisen; zur Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses mit dieser Begründung Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 425 ff m. Nachweisen.

<sup>84</sup> Zur Rechtsnatur des § 39a Abs. 3 WpÜG OLG Frankfurt AG 2009, 86 ff m. Nachweisen.

<sup>85</sup> Einwände gegen den praktischen Ertrag einer solchen z. T. in der Literatur vorgeschlagenen Vermutung der Angemessenheit des von unabhängigen Gesellschaften ausgehandelten Umtauschverhältnisses bei Stilz, in: Festschrift für Mailänder, 2006, S. 422, 431.

<sup>86</sup> Zu den insoweit z. T. abweichenden Konzepten in ausgewählten europäischen Rechtsordnungen Kiem ZGR 2007, 542, 554 ff; zu den europarechtlichen Schranken der Angemessenheitskontrolle bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen Adolff ZHR 173 (2009), 67 ff; Kiem ZGR 2007, 542 ff.

<sup>87</sup> OLG Stuttgart AG 2006, 420, 424 re. Sp.

Überprüfung des konkret im Verschmelzungsvertrag vereinbarten, von dem Verschmelzungsprüfer gebilligten und von den Hauptversammlungen konsentierten Umtauschverhältnisses, das, falls erforderlich, durch Anordnung einer baren Zuzahlung zu ergänzen ist. Anders formuliert muß vor der Anordnung einer baren Zuzahlung die begründete Feststellung stehen, dass und warum das im Verschmelzungsvertrag vereinbarte Umtauschverhältnis der Anteile zu niedrig bemessen und deshalb unbillig oder unangemessen ist. Die Prüfung, ob das Umtauschverhältnis zu niedrig bemessen und deshalb nicht angemessen ist, bezieht sich demnach auf die *Auswahl* und auf die *Anwendung* der von den Vorständen der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegten Methode, allerdings nicht, wie noch auszuführen sein wird, im Sinne einer Überprüfung, ob verbindliche Normen korrekt angewendet worden sind. Die Auffassung, die Überprüfung des Umtauschverhältnisses von Verschmelzungen zwischen voneinander unabhängigen Gesellschaften habe sich auf eine bloße „Evidenzkontrolle“ oder „Plausibilitätskontrolle“ zu beschränken, stellt die Dinge allerdings verkürzt dar,<sup>88</sup> wie sich im Folgenden noch zeigen wird.

### 3. Die Pflicht zur Wahl einer geeigneten Bewertungsmethode

Die von den Parteien des Verschmelzungsvertrages der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegte Methode muß hierzu *geeignet* sein. Das Umtauschverhältnis bestimmt die Quote der Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft auf ihre bisherigen Aktionäre und die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft. Den Mitgliedern beider Aktionärsgruppen soll nach der Regelung der §§ 4 ff UmwG die Partizipation an den künftigen Ergebnissen der durch die Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen in dem Maße zustehen, wie dies dem Wert der durch die Verschmelzung zusammengeführten Unternehmen im Zeitpunkt der Verschmelzung und der Beteiligungsquote des einzelnen Aktionärs entspricht.<sup>89</sup> Es bestehen zumindest keine Bedenken dagegen, den Wert der Unternehmen aufgrund ihrer Fähigkeit zur Generierung von Erträgen mittels einer objektivierten Schätzung zu bestimmen.

Die in der Praxis üblicherweise angewandten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1)<sup>90</sup> zielen auf die Ermittlung der Zukunftserfolgswerte der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen ab und werden daher von Rechtsprechung und Literatur als grundsätzlich geeignete Methode der Berechnung des Umtauschverhältnisses betrachtet.<sup>91</sup> Daß Unternehmensbewertungen auf dieser Basis auf einer Vielzahl von Modellannahmen,<sup>92</sup> sich möglicherweise verändernden Parametern und Einschätzungen beruhen, ändert an dieser grundsätzlichen Eignung nichts. Denn solche Annahmen und Einschätzungen gleichen sich, da es um die Ermittlung einer Umtauschrelation geht und sie auf beiden Seiten auftreten können, in gewissem Maße aus und sind weder praktisch noch theoretisch völlig zu vermeiden.<sup>93</sup> Der Standard ist von Fachvertretern losgelöst vom einzelnen Fall und den dabei verfolgten Interessen entwickelt, immer wieder überprüft und angepasst worden. Entscheidend ist aber, dass die Anwendung des Standards auf der Vereinbarung der am Vertragsschluß beteiligten Vorstände der voneinander unabhängigen Gesellschaften und der Zustimmung beider

<sup>88</sup> So zu Recht auch OLG Stuttgart AG 2006, 420, 424 re. Sp. m. Nachweisen zur Gegenansicht.

<sup>89</sup> Dazu, dass eine Zuteilung nach Maßgabe einer kausalen Zurechnung der künftigen Ergebnisse ausscheidet und nur ein auf Erwartungen und Schätzungen beruhender, notwendig unvollkommener, normativer Zuteilungsmaßstab nach Maßgabe der im Zeitpunkt der Verschmelzung gegebenen Verhältnisse in Betracht kommt, bereits oben Fn. 26.

<sup>90</sup> Fundstelle oben Fn. 28.

<sup>91</sup> Nachweise dazu bei Lutter/Drygala, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 5 Rz. 29.

<sup>92</sup> Dazu m. w. Nachweisen Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 180 ff.

<sup>93</sup> Vgl. Fn. 89.

Hauptversammlungen mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit beruht. Die im Standard niedergelegten Grundsätze mögen zwar in der fachwissenschaftlichen Diskussion, können aber nicht im Spruchverfahren mit der Begründung in Frage gestellt werden, dass in der Fachwissenschaft auch andere Ansätze vertreten werden, oder dass einzelne zugrundeliegende Modellannahmen fragwürdig sind. Bei der Überprüfung des Umtauschverhältnisses auf seine Angemessenheit geht es vielmehr ausschließlich um die Frage, ob die getroffene und konsenterte *Vereinbarung*, die auf der Anwendung der vom IDW empfohlenen Bewertungsmethode beruht, in ihrem *Gesamtergebnis* vertretbar ist, oder ob sie die berechtigten Interessen der Aktionäre der aufnehmenden oder der übertragenden Gesellschaft verletzt und zur Festsetzung eines Umtauschverhältnisses führt, das trotz der Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit der Aktionäre beider Seiten nicht mehr hingenommen werden kann, weil es eine unangemessene und nicht nur geringfügige<sup>94</sup> Benachteiligung der einen Seite darstellt.

#### 4. Die Anwendung der ausgewählten Bewertungsmethode

Neben die Auswahl einer geeigneten Methode tritt deren *Anwendung*. Allerdings ist insoweit zu beachten, dass es bei der Anwendung einer Bewertungsmethode nicht um Normanwendung seitens der Vorstände und nicht um eine Prüfung durch Verschmelzungsprüfer und die Gerichte auf die Richtigkeit einer Normanwendung geht. Die Auswahl einer zur Festlegung des Umtauschverhältnisses geeigneten Methode und deren Anwendung soll nur dazu beitragen, die Entscheidung über diesen zentralen, für die Aktionäre besonders bedeutsamen Aspekt der Verschmelzung zu objektivieren, also unbedachte und willkürliche Benachteiligungen der einen oder anderen Seite bei der Festsetzung des Umtauschverhältnisses auszuschließen. Die Anwendung eines Standards zwingt die verantwortlichen Vorstände und deren Gehilfen dazu, die dort geforderten Überlegungen in einer geordneten Weise anzustellen, auf den konkreten Fall zu übertragen und für diesen nachzuvollziehen, sich die benötigten Informationen zu beschaffen, auf einer zutreffenden Tatsachenbasis Prognosen vorzunehmen, die nachvollziehbar sind, und dergl.<sup>95</sup> Dabei kann ohne weiteres in Einzelpunkten von den im Standard enthaltenen Empfehlungen abgewichen werden,<sup>96</sup> wenn diese Abweichung den Verhältnissen des betreffenden Einzelfalls nach nachvollziehbarer, nicht willkürlicher Auffassung der Vorstände besser Rechnung trägt. Solche Abweichungen und ihre Begründung sind im Verschmelzungsbericht dazustellen, damit sich die Überprüfung durch den Verschmelzungsprüfer und die Entscheidung der Hauptversammlung bewusst auch hierauf beziehen kann. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Abweichungen zum Nachteil einer Seite vorgenommen werden, die durch Vorteile in einem anderen Punkt aufgewogen werden.<sup>97</sup>

Entscheidend ist, ob die Vereinbarung im Verschmelzungsvertrag, die von den Vorständen der Gesellschaften ausgehandelt worden ist und die Zustimmung der Aktionäre beider Seiten mit qualifizierter Mehrheit gefunden hat, die Interessen der Aktionäre der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften ausgewogen berücksichtigt, oder ob sie eine unangemessene, weil

<sup>94</sup> Dazu, dass geringfügige Abweichungen zwischen dem angemessenen und dem vertraglich festgelegten Umtauschverhältnis dieses nicht als unangemessen erscheinen lassen, BayObLGZ 2002, 400, 410 f; OLG München AG 2007, 701, 703 f; OLG Stuttgart AG 2007, 705, 711 li. Sp.; *Paschos* ZIP 2003, 1017, 1024; *Bungert* BB 2003, 699, 701; *Puszkajler* BB 2003, 1692, 1694 re. Sp.

<sup>95</sup> Zur unterschiedlichen gerichtlichen Überprüfung von Tatsachenfeststellungen, Prognosen und zur Unterscheidung solcher Vorgänge von der Rechtsanwendung in Bewertungsverfahren etwa *Stilz*, in: Festschrift für Mailänder, 2006, S. 422, 434 ff.

<sup>96</sup> Ebenso *Stilz*, in: Festschrift für Mailänder, 2006, S. 422, 432; für freie Vereinbarkeit des Umtauschverhältnisses ohne Bindung an eine Bewertungsmethode dagegen *Martens*, in: Festschrift für Röhrich, 2005, S. 987, 1001 ff.

<sup>97</sup> Überzeugend *Mertens* AG 1990, 20, 26.

*unbedachte und wegen ihrer Erheblichkeit nicht mehr hinnehmbare Benachteiligung* einer Seite oder *willkürliche, unausgewogene und nicht unerhebliche Benachteiligung* einer Seite darstellt. Dabei kommt es auf das *Gesamtergebnis*, nicht auf einzelne Bewertungsfehler an. Sind die Beteiligten in der beschriebenen Weise methodisch geordnet vorgegangen, und ist das Gesamtergebnis, also das im Verschmelzungsvertrag festgelegte Umtauschverhältnis, nicht entweder von einer unbedachten und nicht mehr hinnehmbaren oder von einer willkürlichen, unausgewogenen und nicht unerheblichen Benachteiligung einer Seite bestimmt, dann ist dieses Ergebnis der Verhandlungen zwischen den Vorständen voneinander unabhängiger Gesellschaften, das die Zustimmung der qualifizierten Mehrheit der Aktionäre beider Gesellschaften gefunden hat, als angemessen anzusehen.

## 5. Behandlung von Divergenzen zwischen Ertragswert- und Börsenwertrelation

Auch der Börsenkurs bildet, wie oben unter B. III. 3. ausgeführt, die Beurteilung der Zukunftserträge der börsennotierten Gesellschaften durch die Kapitalmarktakeure ab. Dies gibt der Bewertung durch eine Vielzahl von Kapitalmarktakeuren einerseits einen Objektivitätsvorteil gegenüber der Bewertung durch die Vorstände und Verschmelzungsprüfer. Andererseits dürfen die Funktionsbedingungen einer börslichen Bewertung und die ebenfalls bereits oben angedeuteten Umstände und Gegebenheiten, die die Eignung der börslichen Bewertung als Wertmesser künftiger Erträge und damit als Maßstab der Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft einschränken und im Einzelfall sogar ausschließen können, nicht außer Betracht bleiben.

Kommen im Einzelfall sowohl eine auf Schätzungen beruhende Methode (Ertragswertverfahren/DCF-Verfahren) als auch die Marktbewertung (Börsenkapitalisierung) als grundsätzlich zur Berechnung des Umtauschverhältnisses geeignet in Betracht, dann werden diese Umtauschrelationen nicht selten voneinander abweichen. Die Auswahl zwischen zwei oder mehreren je für sich geeigneten Methoden steuert in einem solchen Fall das Umtauschverhältnis und darf daher ihrerseits nicht das Ziel verfehlen, zu einem angemessenen Gesamtergebnis zu führen. Wie § 12 Abs. 2 Nr. 3 UmwG belegt, hat der Gesetzgeber diese Bedeutung der Methodenwahl erkannt und die Berichtspflicht des Verschmelzungsprüfers hierauf erstreckt.

Für die Vorstände der beteiligten Gesellschaften bedeutet dies zunächst einmal, dass sie den Aktionären, für die der Verschmelzungsbericht bestimmt ist, die Bedeutung der Entscheidung für die eine und gegen die andere Bewertungsmethode und damit für das Umtauschverhältnis *deutlich darstellen* müssen. Ein allgemein gehaltener Hinweis darauf, dass der Bewertung statt des Ertragswerts nicht der Börsenwert der beiden Unternehmen zugrunde gelegt werden konnte, weil Börsenwerte grundsätzlich weniger geeignet seien, die Ertragsaussichten eines Unternehmens abzubilden, genügt nicht. Vielmehr sind für die eine oder die andere Seite nachteilige Abweichungen zu erläutern und *zu rechtfertigen*. Der Rechtfertigung bedarf insbesondere, wenn nicht beide Unternehmen mit Hilfe derselben Bewertungsmethode bewertet worden sind.<sup>98</sup> Irreführend ist es auch, wenn im Verschmelzungsbericht als Begründung für die Wahl der Ertragswertmethode und gegen die Berücksichtigung der Börsenwerte angeführt wird, die Ertragswerte seien für beide Gesellschaften höher als ihre jeweiligen Börsenwerte. Denn es kommt nicht darauf, sondern auf das Verhältnis der Ertragswerte bzw. der Börsenwerte beider Gesellschaften zueinander an. Will man wissen, welche Bewertungsmethode für die eine oder

---

<sup>98</sup> Ein gelegentlich behauptetes striktes Gebot der Methodengleichheit ist allerdings nicht anzuerkennen; vgl. dazu eingehender unten D. II. 4.

andere Seite zu einem günstigeren Ergebnis führt, muß man sowohl die Ertragswertrelation als auch die Börsenwertrelation ermitteln und ihre jeweiligen Ergebnisse miteinander vergleichen. Abweichungen zum Nachteil der einen oder anderen Seite können sich daraus ergeben, dass die Börsenwertrelation zu ihren Gunsten höher gewesen wäre als die tatsächlich der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegte Ertragswertrelation (oder umgekehrt). Eine Rechtfertigung dafür, dass statt der Marktwerte Schätzwerte angesetzt worden sind, kann vor allem darauf gestützt werden, dass geeignete, hinreichend verlässliche Marktpreise für das eine oder andere oder beide Unternehmen nicht zur Verfügung stehen, oder dass die Marktpreise bestimmte, für den höheren Schätzwert ausschlaggebende Informationen nicht widerspiegeln. Ein aus dem Börsenkurs abgeleiteter sehr viel höherer Unternehmenswert, als er sich aufgrund der Ertragsbewertung ergibt, darf außer Betracht bleiben, wenn er bei Ansatz der üblichen Kapitalisierungssinnsätze eine Ertragserwartung für das Unternehmen voraussetzen würde, die gänzlich jenseits realistischer Erwartungen liegt. Umgekehrt wird eine nicht unerheblich niedrigere oder höhere börsliche Bewertung Anlaß sein müssen, die der Ertragsbewertung zugrunde liegenden Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu prüfen sowie, falls erforderlich, zu korrigieren.<sup>99</sup>

Allerdings wird sich nicht in jedem Fall eine Diskrepanz zwischen der für die eine Seite günstigeren Ertragswertrelation und der für die andere Seite günstigeren Börsenwertrelation in dieser Weise beseitigen lassen. Hier ist nun daran zu erinnern, dass die jeweiligen Vorstände „ihren“ Aktionären nicht in einem strikten Sinne verpflichtet sein können, die für diese jeweils günstigsten Preise bzw. Unternehmenswerte in die Berechnung der Umtauschrelation einzustellen.<sup>100</sup> Die Annahme einer solchen Pflicht würde nämlich dazu führen, dass eine Verschmelzung unterbleiben müsste, obwohl rational handelnde Parteien sich über eine Verschmelzungswertrelation einigen würden. Der Gesetzgeber stellt vielmehr in Rechnung, dass es bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses nicht um eine einseitige unternehmerische Maßnahme eines Vorstands im Interesse „seiner“ Gesellschaft und deren Aktionäre, sondern um das Ergebnis von Verhandlungen geht, in denen jeder Vorstand zwar verpflichtet sein mag *zu versuchen*, für die von ihm vertretenen Aktionäre das beste Umtauschverhältnis zu vereinbaren; wo aber das letzten Endes vereinbarte Umtauschverhältnis nicht schon deshalb angegriffen werden kann, weil es von diesem optimalen oder günstigsten Wert zum Nachteil der einen oder der anderen Partei abweicht. Der Gesetzgeber bringt dies dadurch zum Ausdruck, dass er die beteiligten Organe (nur) dazu verpflichtet, ein *angemessenes* Umtauschverhältnis zu vereinbaren (§ 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG). Im Hinblick darauf kommt auch in Betracht, dass ein Ausgleich dadurch erzielt wird, dass die sich aufgrund der Ertragswertrelation und der Börsenwertrelation ergebenden Umtauschverhältnisse gemittelt werden, also ein angemessener „Schiedswert“ festgesetzt wird. Ferner kann ein Ausgleich für die Aktionäre einer Seite, die durch den Ansatz der Ertragswertrelation im Vergleich mit der Wahl der Börsenwertrelation benachteiligt würde, dadurch geschaffen werden, dass die erwarteten Synergievorteile disproportional aufgeteilt werden.<sup>101</sup>

Haben die voneinander unabhängigen Verschmelzungsvertragsparteien ausweislich des Verschmelzungsberichts die Bedeutung der Methodenwahl für die Umtauschrelation erkannt, und haben sie sich bewusst für die Wahl einer für die eine Seite im Ergebnis ungünstigeren Methode entschieden, und hat dies auch die Zustimmung der Hauptversammlungen beider Parteien gefunden, dann ist das darauf beruhende Umtauschverhältnis nur dann zu niedrig

<sup>99</sup> So die Empfehlung des IDW-S 1 (Fn. 28), Rz. 15; dazu anschaulich OLG Stuttgart AG 2007, 705, 707 f.

<sup>100</sup> S. bereits oben I.

<sup>101</sup> Zur Berücksichtigung und Aufteilung der Synergievorteile *Großfeld*, a.a.O. (Fn. 2), S. 80 ff; *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 479 ff, 489 ff; je m. Nachweisen.

bemessen, wenn es sich eben wegen dieser Entscheidung als *willkürliche, unausgewogene und nicht nur geringfügige Benachteiligung* der Aktionäre der übertragenden bzw. der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft darstellt. Weder den Aktionären der übertragenden noch den Aktionären der aufnehmenden Gesellschaft darf zum Vorteil der anderen Seite eine nicht gerechtfertigte und auch nicht ausgeglichene nachteilige Abweichung von der marktlichen Bewertung angesonnen werden, noch dürfen sie zum Vorteil der anderen Seite, aber zu ihrem Nachteil willkürlich, d.h. ohne hinreichende Rechtfertigung, und ohne Ausgleich auf einen niedrigeren (niedriger als der Schätzwert) Börsenwert verwiesen werden.

## **6. Anhang: Börsenkurse als Grundlage der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO im Spruchverfahren**

Eine weitere Frage, die sich im vorliegenden Zusammenhang stellt, ist, ob die Gerichte im Spruchverfahren das Einholen eines zeitaufwendigen Sachverständigengutachtens zu den Ertragswerten der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften dadurch erübrigen können, dass sie ihrer Schätzung des baren Ausgleichs (§ 15 Abs. 1 UmwG i. V. mit § 287 Abs. 2 ZPO) einfach die Börsenwerte der beteiligten Gesellschaften zugrunde legen, auch wenn die Parteien des Verschmelzungsvertrages dies verworfen und sich im Verschmelzungsvertrag für die Ertragswertmethode entschieden haben.

Stellt sich die von den Parteien gewählte Methode, also z. B. das Ertragswertverfahren, im Ergebnis für die Aktionäre einer Seite, etwa für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, als ungünstiger als bei Zugrundelegen der Börsenwerte dar, so gibt allein dies im Fall der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften noch keinen Anlaß, im Spruchverfahren an Stelle der von den Hauptversammlungen gebilligten Entscheidung ohne weiteres eine andere, ebenfalls geeignete Bewertungsmethode zu wählen und zugunsten der Aktionäre der einen Seite, aber zum Nachteil der Aktionäre der anderen Seite ein von dem vereinbarten abweichendes Umtauschverhältnis zu errechnen. Vielmehr setzt das Heranziehen einer anderen Bewertungsmethode im Spruchverfahren, etwa der börslichen Bewertung, als Hilfsmittel bei der Schätzung der Unternehmenswerte gemäß § 287 Abs. 2 ZPO die Feststellung voraus, dass das von den Parteien vereinbarte Umtauschverhältnis, das auf der Basis der von ihnen verwendeten Methode errechnet worden ist, *zu niedrig bemessen* ist (vgl. § 15 Abs. 1 UmwG) und deshalb durch Festsetzung einer baren Zuzahlung korrigiert werden muß. Das Umtauschverhältnis ist in einem solchen Fall dann zu niedrig bemessen, wenn sich im Verschmelzungsbericht keine ausreichende Rechtfertigung für die Wahl der für die eine Seite ungünstigeren Bewertungsmethode findet noch der mit dieser Wahl für sie verbundene Nachteil ausgeglichen worden ist, und es sich dabei nicht nur um einen unerheblichen Nachteil handelt.

## **IV. Zusammenfassung**

(a) Wird zwischen börsennotierten Gesellschaften ein Unternehmensvertrag geschlossen, oder wird eine Gesellschaft in eine andere eingegliedert, dann darf nach der Rechtsprechung des BVerfG die Abfindung nach §§ 305, 320b AktG nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden. Das BVerfG hat ausdrücklich offen gelassen, ob diese „Börsenkursrechtsprechung“ auch auf die Berechnung des Umtauschverhältnisses im Falle einer Verschmelzung voneinander unabhängiger börsennotierter Gesellschaften übertragbar ist. Nach



überwiegender Auffassung in der Rechtsprechung der Oberlandesgerichte und in der Literatur ist dies zu verneinen; dem ist zuzustimmen.

(b) Auch nach einfachem Gesellschaftsrecht besteht keine Verpflichtung der Vorstände der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften, die für die Aktionäre „ihrer“ Gesellschaft jeweils günstigsten (Ertrags- oder Börsen-) Werte in die Berechnung des Umtauschverhältnisses einzustellen. Bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses handelt es sich vielmehr um das Ergebnis eines Verhandlungsprozesses, das nicht schon deshalb angegriffen werden kann, weil es von dem günstigsten Wert zum Nachteil der einen oder der anderen Partei abweicht. Das Umwandlungsgesetz bringt dies dadurch zum Ausdruck, dass es die beteiligten Organe dazu verpflichtet, ein „angemessenes“ Umtauschverhältnis zu vereinbaren. Angemessen ist ein Umtauschverhältnis nur, wenn bei seiner Festlegung die Interessen beider Parteien ausgewogen berücksichtigt worden sind.

(c) Nach deutschem Recht beschränkt sich die gerichtliche Kontrolle des vereinbarten Umtauschverhältnisses auch bei der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften nicht auf eine bloße Kontrolle der Ordnungsmäßigkeit des Verfahrens zur Festlegung des Umtauschverhältnisses, sondern umfasst auch eine Ergebniskontrolle.

(d) Die Prüfung, ob das Umtauschverhältnis der Anteile zu niedrig bemessen ist, bezieht sich auf die Auswahl und die Anwendung der von den Vorständen der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegten Methode. Die Methode muß hierzu *geeignet* sein. Das ist für die in der Praxis üblicherweise angewandten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IdW-S 1) ohne weiteres zu bejahen. Statt der Ertragswertrelation kann auch die Börsenwertrelation der Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegt werden, wenn die besonderen Umstände und Gegebenheiten, die die Eignung der börslichen Bewertung als Wertmesser künftiger Erträge und damit als Maßstab der Aufteilung der Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft einschränken und im Einzelfall sogar ausschließen können, nicht außer Betracht bleiben.

(e) Die Parteien können von den durch einen Bewertungsstandard vorgegebenen Grundsätzen abweichen, es sei denn, dass es sich dabei um eine nicht gerechtfertigte und nicht ausgeglichene, nicht nur geringfügige Benachteiligung der Aktionäre einer Seite handelt.

(f) Entsprechende Grundsätze gelten für die Wahl zwischen der börslichen und einer auf einer Schätzung beruhenden Bewertung. Die Gründe für die Wahl der einen oder anderen Bewertungsmethode (Schätzmethode oder Marktwertmethode) müssen im Verschmelzungsbericht dargelegt werden. Sie müssen nachvollziehbar sein und entweder den mit der Wahl einer für die eine oder andere Seite ungünstigeren Bewertungsmethode verbundenen Nachteil rechtfertigen oder einen solchen Nachteil z.B. durch Mittelung oder durch disproportionale Aufteilung von Synergievorteilen ausgleichen. Fehlt es sowohl an einer hinreichenden Rechtfertigung für die Wahl einer für die Aktionäre einer Seite ungünstigeren Bewertungsmethode als auch an einem Ausgleich, dann ist das Umtauschverhältnis zu ihrem Nachteil zu niedrig bemessen, wenn es sich nicht nur um eine geringfügige Benachteiligung handelt.

(g) Stellt sich die von den Parteien gewählte Methode, z. B. das Ertragswertverfahren, im Ergebnis für die Aktionäre einer Seite, etwa für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, als ungünstiger als bei Zugrundelegen der Börsenwerte dar, so gibt allein dies im Fall der Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften noch keinen Anlaß, im Spruchverfahren an Stelle der von den Hauptversammlungen gebilligten Entscheidung ohne

weiteres eine andere, ebenfalls geeignete Bewertungsmethode zu wählen und zugunsten der Aktionäre der einen Seite, aber zum Nachteil der Aktionäre der anderen Seite ein von dem vereinbarten abweichendes Umtauschverhältnis zu errechnen. Vielmehr setzt das Heranziehen einer anderen Bewertungsmethode im Spruchverfahren, etwa der börslichen Bewertung, als Hilfsmittel bei der Schätzung der Unternehmenswerte gemäß § 287 Abs. 2 ZPO die Feststellung voraus, dass das von den Parteien vereinbarte Umtauschverhältnis, das auf der Basis der von ihnen verwendeten Methode errechnet worden ist, *zu niedrig bemessen* ist (vgl. § 15 Abs. 1 UmwG) und deshalb durch Festsetzung einer baren Zuzahlung korrigiert werden muß. Das Umtauschverhältnis ist in einem solchen Fall dann zu niedrig bemessen, wenn sich im Verschmelzungsbericht keine ausreichende Rechtfertigung für die Wahl der für die eine Seite ungünstigeren Bewertungsmethode findet noch der mit dieser Wahl für sie verbundene Nachteil ausgeglichen worden ist, und es sich dabei nicht nur um einen unerheblichen Nachteil handelt.

## **D. Bewertungsmethoden und gerichtliche Kontrolle bei konzerninternen Verschmelzungen**

### **I. Allgemeines**

Im Folgenden werden unter konzerninternen Verschmelzungen nur Verschmelzungen einer abhängigen auf die herrschende Gesellschaft („*upstream mergers*“) verstanden und behandelt. Bei der Verschmelzung zwischen Schwestergesellschaften im Konzern stellt sich je nach der Beteiligungsquote der herrschenden Gesellschaft in den an der Verschmelzung beteiligten abhängigen Gesellschaften die Interessen- und Gefährdungslage für die außenstehenden Aktionäre u. U. anders als bei Verschmelzung der abhängigen mit der herrschenden Gesellschaft dar.<sup>102</sup>

Hier stellt sich zunächst die Frage, ob die Börsenkursrechtsprechung des BVerfG jedenfalls im Fall einer konzerninternen Verschmelzung bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen ist. Ist diese Frage zu bejahen, dann ist der Berechnung des Umtauschverhältnisses grundsätzlich der Börsenwert der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze zugrunde zu legen. Daraus ergeben sich Folgeprobleme, nämlich, wie der Schutz der (Minderheits-)Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft sicher gestellt wird, und ob ein „Meistbegünstigungsgrundsatz“ in der Art anerkannt werden muß, wonach der Berechnung des Umtauschverhältnisses der jeweils höhere Ertrags- oder Börsenwert zugrunde gelegt werden muß.

## **II. Die Bedeutung der Rechtsprechung des BVerfG**

### **1. Der Meinungsstand in Rechtsprechung und Literatur**

Das *BVerfG* selbst hat in seiner Entscheidung 1 BvR 1267/06 und 1280/06 vom 30. 5. 2007<sup>103</sup>, die eine Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften betraf, im Ergebnis

<sup>102</sup> S. dazu etwa *Paschos* ZIP 2003, 1017, 1024; *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 446 f.

<sup>103</sup> Abdruck AG 2007, 697 ff.

ausdrücklich offen gelassen, ob die verfassungsrechtlichen Grundsätze, wonach die von einem Konzernvertrag, einer Eingliederung oder einer übertragenden Auflösung betroffenen Minderheitsaktionäre namentlich unter Berücksichtigung des Börsenkurses angemessen zu entschädigen sind,<sup>104</sup> auch für Verschmelzungen uneingeschränkt entsprechend gelten. In der Entscheidung 1 BvR 234/01 vom 25. 7. 2003<sup>105</sup> ging es zwar um eine Verschmelzung einer abhängigen Gesellschaft auf das herrschende Unternehmen und die Prüfung, ob die Festsetzung des Umtauschverhältnisses den Anforderungen des Art. 14 GG genüge. Jedenfalls die abhängige Gesellschaft war aber nicht börsennotiert, so dass sich die Frage der Übertragbarkeit der Börsenkursrechtsprechung auf konzerninterne Verschmelzungen hier gleichfalls nicht stellte.

Einzelne *Oberlandesgerichte* verneinen bisher die Übertragbarkeit der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf konzerninterne Verschmelzungen, soweit es auf diese Frage ankommt und sie nicht dahingestellt bleiben kann, z. B. weil das bei Berücksichtigung der Börsenwerte errechnete Umtauschverhältnis für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft nicht günstiger war als das Umtauschverhältnis auf der Basis der Ertragswerte<sup>106</sup> oder weil die Antragsteller nichts für höhere Börsenwerte vorgetragen hatten.<sup>107</sup> Nach Auffassung des *OLG Karlsruhe* scheidet ein Heranziehen des Börsenwertes der übertragenden Gesellschaft jedenfalls dann aus, wenn nicht auch die aufnehmende Gesellschaft börsennotiert ist. Dies gebiete der Grundsatz der Gleichbehandlung beider Aktionärsgruppen und ergebe sich auch aus dem Gebot der Gleichheit der Bewertungsmethoden.<sup>108</sup> Das *OLG Stuttgart* hat für den Fall einer konzerninternen Verschmelzung mit eingehender Begründung verneint, dass der Berechnung des Umtauschverhältnisses zwingend die für die Aktionäre der abhängigen übertragenden Gesellschaft günstigere Börsenkursrelation zugrunde gelegt werden müsse.<sup>109</sup> Werde auf die nur für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft günstigere Börsenkursrelation abgestellt, ergebe sich ein unauflösbares Dilemma, weil der verfassungsrechtlich gleichfalls gebotene Schutz der Aktionäre der aufnehmenden Obergesellschaft fordere, dann das Umtauschverhältnis auf der Basis der für sie günstigeren Ertragswertrelation zu berechnen. Auf die Frage, ob es geboten sei, bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses auf der Basis der Ertragsbewertungen der beiden Gesellschaften für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft statt des anteiligen Ertragswerts pro Aktie den höheren Börsenkurs anzusetzen, brauchte das *OLG Stuttgart* in seiner Entscheidung aus tatsächlichen Gründen nicht einzugehen.<sup>110</sup>

<sup>104</sup> Dazu oben C. II. m. Nachweisen.

<sup>105</sup> BVerfG AG 2003, 624.

<sup>106</sup> So im Fall OLG Düsseldorf AG 2002, 398, 400 li.Sp. (hier ergibt sich aus dem Sachverhalt allerdings nicht, ob es sich um eine konzerninterne Verschmelzung gehandelt hat).

<sup>107</sup> So im Fall OLG Frankfurt AG 2007, 448, 449 li. Sp. Auch hier lässt sich dem mitgeteilten Sachverhalt nicht entnehmen, ob es sich um einen Fall einer konzerninternen Verschmelzung gehandelt hat.

<sup>108</sup> OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464.

<sup>109</sup> OLG Stuttgart AG 2007, 705, 711 ff.

<sup>110</sup> OLG Stuttgart AG 2007, 705, 708 ff; vgl. dazu aber auch das *obiter dictum* S. 710 re. Sp., wonach die Heranziehung des Börsenwerts als Untergrenze auf Seiten der übertragenden Gesellschaft auch aus Rechtsgründen ausscheide. – Zur Illustration mag das bei *Puskajler* (BB 2003, 1692, 1694 li. Sp.) gebildete Beispiel dienen: Die Börsenwerte der Unternehmen seien 100 (übertragende Gesellschaft) und 200 (aufnehmende Gesellschaft); die Ertragswerte 150 bzw. 400. Legt man der Berechnung des Umtauschverhältnisses die Börsenwertrelation (100:200) zugrunde, ergibt sich ein Umtauschverhältnis von 2:1; auf der Basis der Ertragswertrelation (150:400) ein Umtauschverhältnis von 2,67:1. Die Börsenkursrelation ist für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft günstiger. Wird das Umtauschverhältnis dagegen auf der Basis der Ertragswerte berechnet, kommt eine Aufbesserung dieses Umtauschverhältnisses zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft aufgrund der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG nicht in Betracht, weil der Börsenwert der übertragenden Gesellschaft (100) niedriger ist als der für ihr Unternehmen angesetzte Ertragswert (150).

Wie bereits erwähnt, spricht sich auch in der *Literatur* die Mehrheit der Autoren gegen eine Übertragung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf Verschmelzungen aus.<sup>111</sup> Dabei wird in der Regel nicht zwischen Verschmelzungen voneinander unabhängiger Gesellschaften und konzerninternen Verschmelzungen unterschieden.<sup>112</sup> Nach anderer Auffassung soll bei der Bestimmung der angemessenen Umtauschrelation ein „Meistbegünstigungsgrundsatz“ angewandt werden, der besage, dass sowohl bei der Bewertung der übertragenden Gesellschaft als auch bei der übernehmenden Gesellschaft der jeweils höhere Börsen- oder Ertragswert anzusetzen sei.<sup>113</sup> Schließlich findet sich in der Literatur auch eine „Fortentwicklung“ der vom BVerfG für Abfindungsfälle aufgestellten Regel des Inhalts, dass zugunsten des Aktionärs der übertragenden Gesellschaft nicht auf den Börsenkurs der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze der Bewertung abgestellt werden solle, sondern auf die für ihn günstigere *Relation* der Börsenwerte beider Unternehmen. Denn anderenfalls erhalte der Aktionär weniger Anteile der übernehmenden Gesellschaft, als er erhalten hätte, wenn er die Aktien der übertragenden Gesellschaft zum Börsenkurs verkauft und anschließend für den Erlös Aktien der übernehmenden Gesellschaft erworben hätte.<sup>114</sup>

## 2. Keine Bindung der Fachgerichte gemäß § 31 Abs. 1 BVerfGG

Eine Bindung der Fachgerichte an die Börsenkursrechtsprechung des BVerfG gemäß § 31 Abs. 1 BVerfGG auch in Verschmelzungsfällen scheidet aus. Das gilt auch für konzerninterne Verschmelzungen. Die Entscheidung des BVerfG im Fall DAT/Altana betraf die Auslegung des Art. 14 Abs. 1 GG im Hinblick auf die Bemessung von Ausgleich und Abfindung nach §§ 304, 305, 320b AktG. Wie oben (unter III. 2.) ausgeführt, liegt jedenfalls bei Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften eine mit der Eingliederung und dem Abschluß eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages für die außenstehenden Aktionäre vergleichbare Gefährdung der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft nicht vor. Das schließt zwar nicht aus, dass jedenfalls bei konzerninternen Verschmelzungen entsprechende Grundsätze zu gelten haben wie beim Abschluß eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder bei einer Eingliederung. Die §§ 4 ff UmwG unterscheiden aber jedenfalls ihrem Wortlaut nach nicht zwischen konzerninternen Verschmelzungen und Verschmelzungen voneinander unabhängigen Gesellschaften. Damit stellen sich hier andere Fragen hinsichtlich einer verfassungskonformen Auslegung dieser Normen als in den Fällen der §§ 304, 305, 320b AktG, nämlich insbesondere die Frage, ob eine zwischen konzerninternen Verschmelzungen und Verschmelzungen voneinander unabhängigen Gesellschaften differenzierende Normauslegung und –anwendung geboten ist und in Betracht kommt. Damit handelt es sich aber nicht mehr um

<sup>111</sup> Nachweise oben Fn. 68; für Übertragung der Börsenkursrechtsprechung auf Verschmelzungen allgemein die in Fn. 67 Genannten.

<sup>112</sup> Differenzierend aber *Paschos* ZIP 2003, 1017, 1023 f; *Wilsing/Kruse* DStR 2001, 991 ff; *Lutter/Drygala*, in: *Lutter* (Hrsg.), *UmwG*, a.a.O. (Fn. 13), § 5 Rz. 23 ff; s. auch *Decher*, in: *Festschrift für Wiedemann*, 2002, S. 787, 800; *Hommel/Braun*, BB-Beilage 6 zu Heft 38/2002, 10, 16 re. Sp.; *Martens*, in: *Festschrift für Röhrich*, 2005, S. 987, 989.

<sup>113</sup> So etwa *Reuter* DB 2001, 2483, 2489 f; *Puszkajler* BB 2003, 1692, 1694; *Paschos* ZIP 2003, 1017, 1021 ff; *Martens*, in: *Festschrift für Röhrich*, 2005, S. 987, 989; *ders.* AG 2003, 593 ff; vgl. (für die Abfindung gemäß § 305 AktG) auch *Riegger*, in: *Riegger/Wasmann* (Hrsg.), *SpruchG*, a.a.O. (Fn. 68), Anh. § 11 *SpruchG* Rz. 58, 61; *Krieger*, in: *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd. 4, 3. Auflage 2007, § 70 Rz. 137. Für einen Mittelwert zwischen Börsenkurs und Ertragswert *Mayer*, in: *Widmann/Mayer* (Hrsg.), *Umwandlungsrecht*, *Loseblattsammlung*, 102. Aktualisierung, § 5 UmwG Rz. 100.1.

<sup>114</sup> *Busse v. Colbe*, in: *Festschrift für Lutter*, 2000, S. 1053, 1066 f; *Gude*, *Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs*, 2004, S. 170 ff; *Hirte/Hasselbach*, in: *Großkomm. AktG*, 4. Auflage 2005, § 305 Rz. 156; *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 452 f, 472.

einen von § 31 Abs. 1 BVerfGG erfassten „Parallel- oder Wiederholungsfall“,<sup>115</sup> bei dessen Entscheidung die Fachgerichte im strikten Sinne an die Auslegung des Verfassungsgerichts gebunden wären.

### **3. Möglichkeit differenzierender, verfassungskonformer Auslegung der §§ 4 ff UmwG?**

Daß die Fachgerichte im Fall der Verschmelzung nicht im Sinne des § 31 Abs. 1 BVerfGG an die Börsenkursrechtsprechung des BVerfG gebunden sind, besagt nicht, dass die §§ 4 ff UmwG nicht, sofern dies zum Schutz der Aktionäre der abhängigen Gesellschaften bei konzerninternen Verschmelzungen geboten, ist, verfassungskonform ausgelegt und dabei die vom BVerfG zu den §§ 305, 320b AktG entwickelten Grundsätze berücksichtigt werden müssen. Eine Auslegung, auch eine verfassungskonforme Auslegung, findet ihre Grenze allerdings am Wortlaut der betreffenden Norm.<sup>116</sup> Die §§ 4 ff UmwG differenzieren, was die Berechnung und Festsetzung des Umtauschverhältnisses und dabei die Berücksichtigung eines höheren Börsenkurses betrifft, nicht zwischen Verschmelzungen zwischen voneinander unabhängigen Gesellschaften und konzerninternen Verschmelzungen. Gleichwohl wäre eine solche Differenzierung durchaus mit dem Wortlaut dieser Normen zu vereinbaren. Bei der Festsetzung des Umtauschverhältnisses und gegebenenfalls einer gerichtlichen Anordnung einer baren Zuzahlung ist darauf abzustellen, ob das Umtauschverhältnis „angemessen“, oder ob es „zu niedrig bemessen“ ist (vgl. §§ 12 Abs. 2 Satz 1, 15 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Diese unbestimmten Rechtsbegriffe lassen durchaus eine sachlich gebotene Differenzierung und Berücksichtigung unterschiedlicher Gefährdungslagen zu. Demgegenüber fällt auch der Umstand nicht entscheidend ins Gewicht, ob der historische Gesetzgeber eine differenzierende Behandlung konzerninterner und sonstiger Verschmelzungen erwogen hat oder nicht.<sup>117</sup> Denn eine verfassungskonforme Auslegung hat Vorrang vor dem Willen des historischen Gesetzgebers.<sup>118</sup>

### **4. Sachgründe für die Übertragung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG auf *upstream mergers***

*Wiedemann* hat bereits 1978 ausgeführt, es handele sich beim Verschmelzungsvertrag im Fall einer konzerninternen Verschmelzung nur der Form nach um einen Vertrag, nicht aber seiner Funktion nach.<sup>119</sup> Während der Verschmelzungsvertrag zwischen voneinander unabhängigen Gesellschaften ein Umtauschverhältnis nach dem „subjektiven Äquivalenzprinzip“ gewährleiste, also gewissermaßen die Angemessenheitsgewähr in sich trage, sei dies bei der Konzernverschmelzung nicht der Fall.

Beim Aushandeln des Verschmelzungsvertrages stehen sich im Fall der Verschmelzung einer abhängigen auf die herrschende Gesellschaft nicht unabhängige Vertragspartner gegenüber, deren Vertreter jeweils im Interesse ihrer Auftraggeber agieren. Der Vorstand der abhängigen Gesellschaft kann nicht im Interesse aller „seiner“ Aktionäre auf ein möglichst günstiges Umtauschverhältnis drängen. Denn das herrschende Unternehmen als Mehrheitsaktionär hat, anders als der Mehrheitsaktionär bei einer Verschmelzung voneinander unabhängiger

<sup>115</sup> Dazu etwa *Heusch*, in: Umbach/Clemens/Dollinger (Hrsg.), BVerfGG, 2. Auflage 2005, § 31 Rz. 68.

<sup>116</sup> S. nur *Larenz/Wolf*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. Auflage 2004, § 4 Rz. 50, 61.

<sup>117</sup> Zur Vorgeschichte der §§ 4 ff UmwG *Stilz*, in: Festschrift für Mailänder, 2006, S. 423, 426.

<sup>118</sup> *Larenz/Wolff*, a.a.O. (Fn. 116), Rz. 61.

<sup>119</sup> ZGR 1978, 477, 490 f.

Gesellschaften, nicht wie die Minderheitsaktionäre ein gleiches Interesse wie diese an einem für sie möglichst günstigen Umtauschverhältnis. Handelt es sich bei der aufnehmenden Gesellschaft nicht um eine Publikumsgesellschaft, sondern um eine ihrerseits von einer gefestigten Mehrheit abhängigen Gesellschaft, besteht sogar ein scharfer Interessengegensatz zwischen den Minderheitsaktionären der übertragenden Gesellschaft an einem für sie günstigen Umtauschverhältnis einerseits und der den Mehrheitsaktionär der übertragenden Gesellschaft dominierenden Aktionärsgruppe der aufnehmenden Gesellschaft andererseits, die naturgemäß möglichst ein für sich günstiges Umtauschverhältnis durchsetzen möchte. Die Loyalität des Vorstands der übertragenden Gesellschaft ist bei konzerninternen Verschmelzungen gespalten. Wird den Vorstandsmitgliedern bei den Verschmelzungsverhandlungen überdies in Aussicht gestellt, dass sie nach der Verschmelzung weiterhin im Konzern in für sie attraktiven Positionen tätig bleiben können, oder wird ihnen eine nach ihrem Anstellungsvertrag nicht zu erwartende Abfindung geboten, dann sind die Anreize, sich den Vorstellungen des herrschenden Unternehmens hinsichtlich des Umtauschverhältnisses im Interesse der Minderheit seiner Gesellschaft entgegen zu stellen, nicht mehr sehr ausgeprägt. Dem wirkt auch die praktisch, wegen der mit jeder Unternehmensbewertung verbundenen Einschätzungsspielräume, wenig wirksame Haftungsbedrohung gemäß §§ 93 AktG, 25 Abs. 1 UmwG nicht hinreichend entgegen.

Das weitere Garantieelement der §§ 4 ff UmwG für die Festsetzung eines angemessenen, die berechtigten Interessen beider Seite in fairer Weise berücksichtigenden Umtauschverhältnisses ist, dass die Hauptversammlung jeder der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften mit qualifizierter Mehrheit dem Verschmelzungsvertrag und dem in ihm festgesetzten Umtauschverhältnis zustimmen muß (§§ 13, 65 UmwG). Der Mehrheitsaktionär, der in der Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft deren Vertrag mit sich selbst zustimmt, hat nicht wie die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft ein gleiches Interesse wie diese an einem möglichst günstigen Umtauschverhältnis. Im Gegenteil besteht sogar ein Interesse an einem möglichst ungünstigen Umtauschverhältnis für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, wenn die aufnehmende Gesellschaft ihrerseits von einer verfestigten Aktionärsgruppe dominiert wird.

Als weitere institutionelle Garantie sehen die §§ 10 ff UmwG die Bestellung unabhängiger Verschmelzungsprüfer vor. Sie werden vom Gericht auf Antrag des oder der Vorstände der beteiligten Gesellschaften bestellt. Ihre Aufgabe ist aber nicht, wie ein im Spruchverfahren bestellter Sachverständiger eine eigenständige Bewertung der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen durchzuführen. Ihre Prüfung bezieht sich vielmehr auf den von den Vorständen mit Hilfe der von ihnen herangezogenen Berater erstellten Verschmelzungsvertrag bzw. auf dessen Entwurf (§ 9 UmwG). Insbesondere können sie nicht die Prognosen der Vorstände durch eigene ersetzen oder Beurteilungsspielräume selbst ausfüllen. Die vorliegenden empirischen (älteren) Studien zu in Konzernverträgen angebotenen Abfindungen im Vergleich mit den Ergebnissen der Spruchverfahren belegen denn auch wenig überraschend, dass die angebotenen Abfindungen, obwohl von unabhängigen Vertragsprüfern geprüft und gebilligt (vgl. § 293 b ff AktG), durchweg deutlich unter den im Spruchverfahren als angemessen angesehenen Abfindungsbeträgen lagen.<sup>120</sup>

Insgesamt ist die Gefährdungslage für die Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft, nämlich die Gefahr des weitgehenden Versagens der institutionellen Garantien dafür, dass bei konzerninterner Verschmelzung ein für die Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft

<sup>120</sup> Vgl. Dörfler/Gahler/Unterstraßer/Wirichs BB 1994, 156, 162; Wenger/Hecker/Knoesel, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, 1997, S. 117, 121 ff; Hecker, Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht. Teil I, Empirische Analyse des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes im Vertragskonzern, 2000, S. 270, 321 f.

von vorneherein angemessenes Umtauschverhältnis festgesetzt wird, die gleiche wie bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages oder bei Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß. Das BVerfG hat, um den gebotenen Grundrechtsschutz der außenstehenden Aktionäre bei Konzernvertrag und Eingliederung sicher zu stellen, festgestellt, dass der Berechnung des Umtauschverhältnisses gemäß §§ 305 Abs. 3 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 4 AktG grundsätzlich der Börsenwert der abhängigen Gesellschaft als Untergrenze der Bewertung zugrunde zu legen sei.<sup>121</sup> Dieses aus Art. 14 Abs. 1 GG abgeleitete Gebot, auch bei der Abfindung in Aktien den (höheren) am Markt gebildeten Börsenwert der Berechnung des Umtauschverhältnisses zu Grunde zu legen, kann mit dem damit verbundenen Rückgriff auf die Bewertung der Gesellschaft am Markt dazu beitragen, die Festsetzung des Umtauschverhältnisses zu objektivieren. An die Stelle der niedrigeren (Ertragswert-) Schätzung durch die Vorstände der herrschenden Gesellschaft und der von dieser abhängigen Gesellschaft tritt, was die abhängige, zu übertragende Gesellschaft betrifft, deren (höhere) Bewertung durch alle Marktteilnehmer. Die Bandbreite des Schätzungsermessens, das in besonderem Maße mit einer Wertfeststellung nach dem Ertragswertverfahren verbunden ist, und das bei Abhängigkeit der zu bewertenden Gesellschaft tendenziell zu Gunsten der anderen Seite ausgeübt wird, kommt dann insoweit nicht mehr zum Tragen. Lassen sich im Einzelfall keine überzeugenden Gründe dafür anführen, weshalb die Börsenkapitalisierung der Untergesellschaft nicht ihrem Verkehrswert entspricht,<sup>122</sup> soll eben dieser Wert angesetzt werden, wenn er höher ist als der Schätzwert.<sup>123</sup>

Diese nach der Entscheidung des BVerfG von Verfassungs wegen gebotene Auslegung der §§ 305, 320b AktG ist de lege lata für die von diesen Vorschriften erfassten Abhängigkeitslagen bindend und hinzunehmen. Die gleichen Erwägungen müssen dann im insoweit vergleichbaren Fall der konzerninternen Verschmelzung Platz greifen.

## 5. Einwände und Stellungnahme

Die Einwendungen, die hiergegen in Entscheidungen einzelner Oberlandesgerichte und in der Literatur erhoben werden, überzeugen nicht.

Die Börsenkursrechtsprechung des BVerfG ist nicht deshalb auf konzerninterne Verschmelzungen unübertragbar, weil anders bei Eingliederung und Konzernvertrag nach der Verschmelzung kein Konzernkonflikt mehr bestehe. Ein Konzernkonflikt besteht für den Aktionär, der sich im Fall des Abschlusses eines Konzernvertrages oder bei Eingliederung dafür entscheidet, Aktien der herrschenden Gesellschaft bzw. Hauptgesellschaft als Abfindung anzunehmen, ebenfalls nicht mehr. Es geht bei der Erstreckung der Börsenkursrechtsprechung sowohl auf die Abfindung in Aktien gemäß §§ 305 Abs. 2, 320b Abs. 1 AktG als auch auf konzerninterne Verschmelzungen nicht um die Bewältigung eines auf Dauer fortbestehenden Konzernkonflikts und den Ausgleich denkbarer künftiger Eingriffe zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft, sondern um die Objektivierung der Unternehmensbewertung.

Ferner widerspricht die Pflicht, grundsätzlich bei Abhängigkeit der übertragenden Gesellschaft im Fall einer konzerninternen Verschmelzung deren höheren Börsenwert zugrunde zu legen,

<sup>121</sup> BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>122</sup> Dazu BVerfGE 100, 289, 309; BGHZ 147, 108, 116.

<sup>123</sup> Auf die Frage, ob insoweit sogar ein strikter Meistbegünstigungsgrundsatz anzuerkennen, d.h. gegebenenfalls auch ein höherer Schätzwert anzusetzen ist, ist unten (unter 6.) gesondert einzugehen.

nicht dem *Grundsatz der Gleichbehandlung* der Aktionäre der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft.<sup>124</sup> Die Rechtsposition der (Minderheits-) Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft genießt zwar ebenfalls den Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG. Deren Gefährdungslage ist aber nicht die gleiche wie die der außenstehenden Aktionäre der übertragenden konzernabhängigen Gesellschaft. Wenn mangels Börsennotierung der Aktien der aufnehmenden Gesellschaft kein Anlaß besteht, die (Ertrags-)Wertbestimmung dieser Gesellschaft aufgrund eines abweichenden Börsenwerts in Zweifel zu ziehen, dann werden deren Aktionäre nicht im Verhältnis zu den Aktionären der übertragenden Gesellschaft zu Unrecht ungleich behandelt. Ist auch die aufnehmende Gesellschaft börsennotiert, so steht nichts entgegen, auch ihrer Bewertung den höheren Börsenwert zugrunde zu legen.<sup>125</sup>

Auch das *Gebot der Gleichheit der Bewertungsmethoden* ist nicht verletzt.<sup>126</sup> Das Erfordernis, gleiche Bewertungsmethoden anzuwenden, rechtfertigt sich aus dem Gebot, ein „angemessenes“, d.h. für beide Seiten faires, nicht die eine Seite willkürlich benachteiligendes Umtauschverhältnis festzusetzen, findet zugleich in diesem Gebot aber auch seine Grenze. Dieses Gebot ist nicht berührt, wenn zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft der höhere (d.h. höher als ihr Ertragswert) Börsenwert der Gesellschaft angesetzt wird und dasselbe für die aufnehmende Gesellschaft geschieht. Eine willkürliche Benachteiligung der Aktionäre der *aufnehmenden* Gesellschaft ist aber auch nicht bereits deshalb zu erkennen, weil zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft der höhere Börsenwert dieser Gesellschaft, zu Gunsten der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft aber deren höherer Ertragswert angesetzt wird.<sup>127</sup> Das muß dann auch für diejenigen Fälle gelten, in denen die aufnehmende Gesellschaft nicht börsennotiert ist, also nur ihr Ertragswert angesetzt werden kann.<sup>128</sup> In einem solchen Fall werden auch nicht unzulässig „Äpfel mit Birnen verglichen“.<sup>129</sup> Der Schutz der außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft kann insoweit nicht davon abhängen, ob die herrschende Gesellschaft börsennotiert ist oder nicht. Zu berücksichtigen ist freilich, dass die Aktionäre der *übertragenden* Gesellschaft nicht ohne Rechtfertigung oder Ausgleich<sup>130</sup> hinnehmen müssen, dass bei der Bewertung des Unternehmens der herrschenden Gesellschaft deren höherer, über dem Börsenwert liegender Schätzwert angesetzt wird.<sup>131</sup>

Zwar ist richtig, dass der Ansatz des höheren Börsenwerts der übertragenden Gesellschaft zu einer *Verschiebung des Umtauschverhältnisses zu Lasten der Aktionäre der aufnehmenden*

<sup>124</sup> Anders OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 für den Fall der Verschmelzung einer abhängigen börsennotierten auf die herrschende nicht börsennotierte Gesellschaft.

<sup>125</sup> Zur Behauptung eines „Meistbegünstigungsgebots“ zugunsten der Aktionäre der aufnehmenden Konzernobergesellschaft s. noch unten Text bei Fn. 137.

<sup>126</sup> *Weiler/Meyer* ZIP 2001, 2153, 2158 li. Sp.; *Puszkajler* BB 2003, 1692, 1694; *Hommel/Braun*, BB-Beilage 6 zu Heft 38/2002, 10, 16 (re. Sp.); *Martens* AG 2003, 593 ff; a. A. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464; *Welf Müller*, in: *Festschrift für Röhrich*, 2005, S. 1015, 1029 f.

<sup>127</sup> Dazu ausdrücklich in diesem Sinne auch BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>128</sup> A. A. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 unter Hinweis auf BayObLG AG 2003, 569 = BayobLGZ 2002, 400 (in der Entscheidung des BayObLG ging es allerdings um eine Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften, nicht um eine konzerninterne Verschmelzung); *Piltz* ZGR 2001, 185, 209; *Lutter/Drygala*, in: *Lutter (Hrsg.)*, *UmwG*, a.a.O. (Fn. 13), § 5 Rz. 26.

<sup>129</sup> In diesem Sinne aber *Piltz* ZGR 2001, 185, 209; *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2), S. 456.

<sup>130</sup> Zur Rechtfertigung der Wahl eines höheren Schätzwerts und zum Ausgleich durch Festsetzen eines angemessenen „Schiedswerts“ oder durch disproportionale Aufteilung der erwarteten Synergievorteile oben C. III. 5.

<sup>131</sup> Vgl. auch BGHZ 147, 108, 121 f: „Diese Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts [sc. dass verfassungsrechtlich nichts entgegenstehe, dem herrschenden Unternehmen einen höheren Wert beizumessen als den Börsenwert] schließen jedoch nicht aus, dass auch der Börsenwert des herrschenden Unternehmens grundsätzlich seinem Verkehrswert entspricht.... Auch der Börsenwert des herrschenden Unternehmens kann von seinem Verkehrswert abweichen. Zum Nachweis dieser Voraussetzungen genügt jedoch grundsätzlich nicht allein die Einholung eines Sachverständigengutachtens über den Verkehrswert....“



*Gesellschaft* führt. Die Beherrschungssituation rechtfertigt aber, dem Vertragspartner, der mit seinen Stimmen auf Seiten der übertragenden Gesellschaft den Verschmelzungsvertrag mit sich selbst in seinem Interesse zustande bringt, die Berufung auf deren niedrigeren Schätzwert, der auf Prognosen und dem Ausnutzen von Beurteilungsspielräumen durch die Vorstände der herrschenden Gesellschaft und der von dieser abhängigen Gesellschaft beruht, zu versagen, wenn die Bewertung der abhängigen Gesellschaft durch den Markt höher ausfällt als der geschätzte Ertragswert, und die marktliche Bewertung ihrerseits nicht als im Einzelfall ungeeignet zu beanstanden ist.<sup>132</sup> Eine höhere Bewertung durch den Markt als aufgrund einer Schätzung stellt nicht per se eine „Überbewertung“ der übertragenden Gesellschaft, eine „Überkompensation“ der außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft und damit einen Eingriff in die gleichfalls gemäß Art. 14 Abs. 1 GG geschützte Position der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft<sup>133</sup> dar. Sondern bei Zugrundelegen des höheren Börsenwerts für die übertragende Gesellschaft tritt die Bewertung einer Vielzahl von Marktteilnehmern an die Stelle der in Abhängigkeitslagen in besonderem Maße anzweifelbaren Schätzung des Wertes der abhängigen Gesellschaft seitens der Vorstände der abhängigen und der herrschenden Gesellschaft, weil es hier an der „Angemessenheitsgewähr“ eines zwischen unabhängigen Gesellschaften ausgehandelten Umtauschverhältnisses fehlt. Die Abhängigkeitslage stellt damit die notwendige und hinreichende Rechtfertigung<sup>134</sup> dafür dar, dass bei der Bewertung des Unternehmens der abhängigen Gesellschaft grundsätzlich deren Börsenwert anzusetzen ist, wenn dieser den geschätzten Ertragswert übersteigt.

Auch die *Minderheitsaktionäre der aufnehmenden Gesellschaft*, die die von der qualifizierten Mehrheit ihrer Gesellschaft beschlossene Verschmelzung hinnehmen müssen, werden durch das Heranziehen des höheren Börsenwerts der übertragenden Gesellschaft bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses nicht in einer sachlich nicht gerechtfertigten Weise benachteiligt. Überdies sind sie nicht, wie die Minderheitsaktionäre in der Konzerntochter, einem Interessengegensatz zwischen der entscheidenden Mehrheit und dem Vorstand der Gesellschaft einerseits und der Minderheit andererseits ausgesetzt. Nur wenn die aufnehmende Gesellschaft ihrerseits beim Aushandeln des Umtauschverhältnisses von der Gegenseite abhängig wäre, wäre zum Schutz der außenstehenden Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft eine *zwingende* Berücksichtigung des höheren Börsenwerts ihres Unternehmens unausweichlich. Sie müssen nur nicht ohne Rechtfertigung oder Ausgleich<sup>135</sup> hinnehmen, dass bei der Bewertung des Unternehmens der herrschenden Gesellschaft deren niedrigerer, unter dem Börsenwert liegender Schätzwert angesetzt wird. In diesem Zusammenhang muß ferner, was den gleichfalls durch Art. 14 Abs. 1 GG gewährleisteten Schutz der außenstehenden Aktionäre der aufnehmenden

---

<sup>132</sup> Beruht die Diskrepanz zwischen niedrigerem Ertragswert und höherem Börsenwert der übertragenden Gesellschaft auf einem Informationsgefälle zwischen Unternehmensinsidern und Markt, kann der Vorstand der abhängigen Gesellschaft im Vorfeld der geplanten Verschmelzung durch korrekte Information des Marktes versuchen, dieses Informationsgefälle auszugleichen. Sind die Börsenkurse wegen Markteng, längerem Aussetzen des Handels oder bekannter Manipulationen nicht hinreichend verlässlich, dürfen sie zur Bestimmung des Unternehmenswerts nicht herangezogen werden; vgl. oben Fn. 37, 39.

<sup>133</sup> Dazu m. Nachweisen OLG Stuttgart AG 2007, 705, 712 li. Sp.

<sup>134</sup> Zur Notwendigkeit der Rechtfertigung der Wahl eines für die eine Seite günstigeren Unternehmenswerts oben C. III. 5.

<sup>135</sup> Zur Rechtfertigung der Wahl eines niedrigeren Schätzwerts und zum Ausgleich durch Festsetzen eines angemessenen „Schiedswerts“ oder durch disproportionale Aufteilung der erwarteten Synergievorteile oben C. III. 5. - Die von *Adolff*, a.a.O. (Fn. 2) S. 454 beschworene perplex Situation, dass die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft auf der für sie günstigeren Börsenkursrelation, die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft auf der für sie günstigeren Ertragswertrelation bestehen könnten, ergibt sich nicht, wenn man berücksichtigt, dass es weder einen ausnahmslosen Zwang zur Anwendung gleicher Bewertungsmethoden für übertragende und aufnehmende Gesellschaft noch einen ausnahmslosen Zwang gibt, den jeweils höchsten (Ertrags- oder Börsen-)Wert zugunsten der Aktionäre sowohl der übertragenden wie der aufnehmenden Gesellschaft anzusetzen.

herrschenden Gesellschaft angeht, gesehen werden, dass sie eine von der beschlußfassenden Mehrheit hingenommene Überbewertung der übertragenden Gesellschaft ebenso wie eine Unterbewertung der aufnehmenden Gesellschaft mit der Anfechtungsklage angreifen können.<sup>136</sup> Zugunsten der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft ist daher auch nicht zwingend ein strikter *Meistbegünstigungsgrundsatz* anzuerkennen, wie dies zum Teil in der Literatur vertreten wird.<sup>137</sup> Dieser Meistbegünstigungsgrundsatz soll besagen, dass nicht nur zum Schutz der außenstehenden Aktionäre der übertragenden Konzerntochter, sondern auch zum Schutz der Minderheitsaktionäre der aufnehmenden Gesellschaft zwingend geboten sei, den jeweils höheren Börsen- oder Ertragswert anzusetzen. Für die aufnehmende Konzernobergesellschaft und deren Aktionäre kann es vielmehr bei den allgemein für die Verschmelzung voneinander unabhängigen Gesellschaften geltenden Grundsätzen bewenden.<sup>138</sup> Haben die Verschmelzungsvertragsparteien der Bewertung der börsennotierten, übertragenden Konzerntochter deren höheren Börsenwert zugrunde gelegt, dann kann für die aufnehmende Konzernobergesellschaft gleichfalls deren Börsenwert zugrunde gelegt werden, auch wenn dieser niedriger ist als der Ertragswert. Allerdings darf es sich dabei nicht um eine willkürliche, unausgewogene und nicht unerhebliche Benachteiligung der Aktionäre der Obergesellschaft handeln. Im praktischen Ergebnis wird daher, wenn nicht besondere Umstände vorliegen, die Benachteiligung durch eine disproportionale Zurechnung erwarteter positiver Synergien oder das Ansetzen eines angemessenen Schätzwerts ausgeglichen werden müssen, der den höheren Börsenwert der übertragenden Gesellschaft und den höheren Ertragswert der aufnehmenden Gesellschaft gleichermaßen berücksichtigt.

Es ist schließlich auch nicht mit einzelnen Stimmen in der Literatur, statt auf den höheren Börsenwert der übertragenden Konzerntochter, zwingend auf eine für deren Aktionäre *günstigere Relation der Börsenwerte* beider Unternehmen abzustellen.<sup>139</sup> Die dem zugrunde liegende Ansicht fordert bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses eine konsequente Umsetzung des „Deinvestitionsgedankens“: Lege man nur den Börsenwert der abhängigen Gesellschaft und nicht die den außenstehenden Aktionären der abhängigen Gesellschaft günstigere Börsenkursrelation, also das Verhältnis der Börsenwerte beider an der Verschmelzung beteiligter Gesellschaften zugrunde, dann erhalte der Aktionär u. U. weniger Anteile der übernehmenden Gesellschaft, als er erhalten hätte, wenn er seine Aktien zum Börsenkurs verkauft und anschließend für den Erlös Aktien der übernehmenden Gesellschaft erworben hätte.<sup>140</sup>

Dem ist nicht zuzustimmen. Die §§ 4 ff UmwG beruhen nicht auf einem „Deinvestitionsgedanken“.<sup>141</sup> Der Aktionär der übertragenden Gesellschaft ist nicht durch eine Abfindung in Aktien der aufnehmenden Gesellschaft wertmäßig so zu stellen, wie er stehen würde, wenn er seine Aktien vor der Verschmelzung verkauft hätte; d.h. es sind ihm nicht so viele Aktien der aufnehmenden Gesellschaft zuzuteilen, dass er bei einem gedachten Verkauf am Markt jedenfalls zum relevanten Stichtag denselben Erlös erzielen würde, den er bei einem Verkauf der von ihm aufgegebenen Aktien erzielt hätte. Sicherstellen will der Gesetzgeber in den §§ 4 ff UmwG vielmehr, dass dem Aktionär der übertragenden Gesellschaft die Partizipation am künftigen Unternehmenserfolg des durch die Verschmelzung mit dem anderen Unternehmen

<sup>136</sup> Vgl. BGHZ 112, 9, 19 f; Bork, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 13), § 14 Rz. 14; Marsch-Barner, in: Kallmeyer (Hrsg.), UmwG, a.a.O. (Fn. 83), § 14 Rz. 15; je m. w. Nachweisen; zur Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses mit dieser Begründung Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 425 ff m. Nachweisen.

<sup>137</sup> Nachweise oben Fn. 113.

<sup>138</sup> Dazu eingehend oben C. III.

<sup>139</sup> Dafür die in Fn. 114 Genannten.

<sup>140</sup> Vgl. das oben Fn. 110 gebildete Beispiel.

<sup>141</sup> So auch OLG Stuttgart AG 2007, 705, 713 f m. Nachweisen.

zusammengeführten Unternehmens in dem Maße erhalten bleiben soll, wie dies dem Wertverhältnis der bisher getrennten Unternehmen und der jeweiligen Beteiligungsquote des einzelnen Aktionärs hieran entspricht.<sup>142</sup> Zu diesem Zweck sind die beiden Unternehmen zu bewerten, und daraus ist das Umtauschverhältnis abzuleiten. Eine Abfindung durch Umtausch der Aktien zu aktuellen Börsenkursen ist nicht vorgesehen. Wenn bei der Verschmelzung einer abhängigen auf eine herrschende Gesellschaft grundsätzlich der (höhere) Börsenwert der abhängigen Gesellschaft herangezogen werden muß, dann nicht, um deren Aktionären einen Umtausch zu aktuellen Börsenkursen zu gewährleisten, sondern um für die abhängige Gesellschaft an die Stelle des von den Vorständen der Gesellschaften angesetzten niedrigeren Schätzwertes die Marktbewertung zu Grunde zu legen. Auch das BVerfG hat in der DAT-Altana-Entscheidung ausdrücklich hervorgehoben, dass der verfassungsrechtlich verbürgte Schutz der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft nicht fordere, dass der Bewertung der aufnehmenden Gesellschaft deren (niedrigerer) Börsenwert zugrunde gelegt werden müsse.<sup>143</sup>

## **6. Meistbegünstigungsgrundsatz zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft?**

Das BVerfG hat sich in der DAT-Altana-Entscheidung nicht mit der Frage befasst, ob zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft der jeweils günstigere (Börsen- oder Ertrags-)Wert angesetzt werden muß, anders formuliert, ob insoweit zu ihren Gunsten ein Meistbegünstigungsgrundsatz anzuerkennen ist. Das wird von einzelnen Literaturstimmen bejaht;<sup>144</sup> auch der Entscheidung des BGH i. S. DAT-Altana kann ein entsprechendes *obiter dictum* entnommen werden.<sup>145</sup> Für die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft ist bereits oben ausgeführt worden, dass ein strikter Meistbegünstigungsgrundsatz zu ihren Gunsten nicht geltend gemacht werden kann.<sup>146</sup> Auch zugunsten der außenstehenden Aktionäre der abhängigen, übertragenden Gesellschaft ist ein solcher strikter Meistbegünstigungsgrundsatz nicht anzuerkennen. Die Erstreckung der „Börsenkursrechtsprechung“ des BVerfG auch auf Fälle der Abfindung in Aktien sowie auf die Berechnung des Umtauschverhältnisses bei konzerninternen Verschmelzungen beruht auf der Erwägung, dass die Schätzung des Werts des Unternehmens der abhängigen Gesellschaft durch deren Vorstand mit Zustimmung des Mehrheitsaktionärs besonderen Zweifeln begegnet und deshalb durch die marktliche (börsliche) Bewertung zu ersetzen ist, wenn eine solche Bewertung durch den Markt nicht im Einzelfall wegen nicht hinreichend geeigneter Daten ausscheidet. Auch von der marktlichen Bewertung der aufnehmenden Gesellschaft darf in diesen Fällen nicht ohne weiteres, lediglich gestützt auf ein entsprechendes Ertragswertgutachten, zuungunsten der außenstehenden Aktionäre der abhängigen (übertragenden) Gesellschaft nach oben abgewichen werden.<sup>147</sup>

Die dem zugrunde liegenden Erwägungen gelten aber nicht ohne weiteres auch für den Ertragswert (Schätzwert). Ihm kommt nicht die vom BVerfG der börslichen Bewertung zugemessene „Objektivitätsgewähr“ zu, wenn die zu bewertende Gesellschaft von der anderen

<sup>142</sup> Eingehend dazu oben B. II. 2, 3.

<sup>143</sup> BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>144</sup> Nachweise oben Fn. 113.

<sup>145</sup> Vgl. BGHZ 147, 108, 117: „Da nach dem Beschluß des BVerfG im Rahmen der Abfindung dem an der Börse gebildeten Verkehrswert ... der Vorrang gebührt, ist der Minderheitsaktionär unter Berücksichtigung des Verkehrswertes der Aktie abzufinden, wenn dieser Wert höher ist als der Schätzwert. Ist jedoch der Schätzwert höher als der Börsenwert, steht dem Aktionär der höhere Betrag des quotale auf die Aktie entfallenden Schätzwertes zu.“

<sup>146</sup> Text zu Fn. 137.

<sup>147</sup> BGHZ 147, 108, 121 f; vgl. auch Text oben zu Fn. 130, 131.

(aufnehmenden) Gesellschaft abhängig ist. Das bedeutet, dass es insoweit bei den oben näher dargelegten allgemeinen Regeln verbleibt, wenn das Ertragswertgutachten – wie häufig – den Börsenwert der abhängigen Gesellschaft übersteigt: Eine nicht unerheblich niedrigere börsliche Bewertung wird zunächst darauf zu befragen sein, ob Anlaß besteht, die Eignung der Börsenkurse als Grundlage der Unternehmensbewertung im konkreten Fall in Zweifel zu ziehen.<sup>148</sup> Sodann wird eine nicht unerheblich niedrigere börsliche Bewertung, ihre Eignung vorausgesetzt, Anlaß sein müssen, die der Ertragsbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu prüfen.<sup>149</sup> Läßt sich gleichwohl die Diskrepanz zwischen dem günstigeren Ertragswert und dem niedrigeren Börsenwert nicht – bis auf eine unerhebliche Differenz – beseitigen, muß zugunsten der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft ein Ausgleich geschaffen werden, wenn zu ihrem Nachteil der niedrigere Börsenwert berücksichtigt werden soll. Ein solcher Ausgleich kann in der Festlegung eines angemessenen Schiedswerts oder einer angemessenen proportionalen Aufteilung erwarteter Synergievorteile bestehen.<sup>150</sup>

## 7. Die Bedeutung des Börsenwerts als *Untergrenze*

Es bleibt, auf einen weiteren Aspekt der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG hinzuweisen.

Den §§ 4 ff UmwG läßt sich – in ihrer verfassungskonformen Auslegung entsprechend der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG – nur entnehmen, dass bei konzerninterner Verschmelzung der Börsenwert der übertragenden Gesellschaft die *Untergrenze* zu bilden hat, dass, anders formuliert, zwingend der Börsenwert als Wert der übertragenden Gesellschaft angesetzt werden muß, wenn dieser Wert *höher* ist als der Schätzwert. Diese zwingende Regel schließt aber ausdrücklich weder aus, dass sich die Parteien weiterhin des Ertragswertverfahrens auch für die Bewertung der abhängigen Gesellschaft bedienen<sup>151</sup> (praktisch wird der Ertragswert häufig über der Börsenkapitalisierung liegen<sup>152</sup>). Noch soll dadurch den außenstehenden Aktionären der übertragenden Konzerntochter der Einwand abgeschnitten werden, dass sich bei korrekter Anwendung des Ertragswertverfahrens, für das sich die Parteien des Verschmelzungsvertrages entschieden und das sie ihrer Vereinbarung zugrunde gelegt haben, ein höherer Ertragswert ergeben hätte. Legt man das *obiter dictum* in der DAT-Altana-Entscheidung des BGH zugrunde,<sup>153</sup> dann ist ein – korrekt berechneter – höherer Ertragswert der TOI wegen des dann eingreifenden Meistbegünstigungsgrundsatzes<sup>154</sup> sogar zwingend zu berücksichtigen. Der Bundesgerichtshof eröffnet den Aktionären der abhängigen Gesellschaft ausdrücklich die Möglichkeit darzutun, dass der Ertragswert (Schätzwert) ihrer Gesellschaft über deren Börsenwert liegt.<sup>155</sup>

Im Spruchverfahren darf das Gericht also nicht einfach unter Hinweis darauf, dass die im Verschmelzungsvertrag zugrunde gelegten Ertragswerte niedriger sind als die Börsenwerte, bei der Schätzung der baren Zuzahlung (§ 287 Abs. 2 ZPO) auf die Börsenwerte zurückgreifen und Einwendungen der Antragsteller gegen die Richtigkeit der Ertragswerte übergehen, es sei denn, dass diese Einwände, ihre Richtigkeit unterstellt, keinesfalls zu einem höheren (höher als der Börsenwert) Ertragswert der abhängigen, übertragenden Gesellschaft führen würden. Dies zeigt auch die folgende Überlegung: Ist der Börsenwert der übertragenden, abhängigen Gesellschaft

<sup>148</sup> Dazu oben B. III. 3.

<sup>149</sup> Vgl. Text zu Fn. 99.

<sup>150</sup> Text zu Fn. 100, 101.

<sup>151</sup> Vgl. ausdrücklich BVerfGE 100, 289, 310.

<sup>152</sup> S. dazu bereits oben Fn. 26.

<sup>153</sup> Vgl. BGHZ 147, 108, 117.

<sup>154</sup> Dazu aus der hier vertretenen Sicht allerdings kritisch oben 6.

<sup>155</sup> Vgl. BGHZ 147, 108, 117; vgl. dazu (kritisch) auch Adolff, a.a.O. (Fn. 2), S. 455.

aufgrund asymmetrischer Information des Marktes oder auch aufgrund der allgemeinen Marktverfassung (Baisse) niedrig, ist aber ihr Schätzwert (Ertragswert), weil grob fehlerhaft ermittelt, noch niedriger angesetzt worden, dann stände den außenstehenden Aktionären der abhängigen Gesellschaft keine Möglichkeit zu Gebote, auch eine grob fehlerhafte Ermittlung des Ertragswerts ihrer Gesellschaft gerichtlich überprüfen zu lassen. Damit würde der Schutzzweck der vom BVerfG entwickelten Regel – Berücksichtigung des Börsenwerts der übertragenden Gesellschaft als *Mindestwert*, auch wenn die Parteien des Verschmelzungsvertrages sich bedenkenfrei auf eine Ertragsbewertung geeinigt haben – verkannt. Die ausschließlich zum Schutz der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft entwickelte Regel würde jetzt gegen sie gewendet, indem ihnen die gerichtliche Überprüfung des vereinbarten Ertragswerts ihrer Gesellschaft verwehrt wird.

### III. Zusammenfassung

(a) Die Fachgerichte sind in Verschmelzungsfällen nicht gemäß § 31 Abs. 1 BVerfGG an die „Börsenkursrechtsprechung“ des BVerfG zu §§ 305, 320 b AktG gebunden.

(b) Die §§ 4 ff UmwG lassen eine verfassungskonforme Auslegung zu, die zwischen Verschmelzungen von unabhängigen Gesellschaften und konzerninternen Verschmelzungen differenziert.

(c) Die Gefährdungslage für die Minderheitsaktionäre einer konzernabhängigen übertragenden Gesellschaft, nämlich die Gefahr eines Versagens der institutionellen Garantien dafür, dass bei konzerninterner Verschmelzung („upstream merger“) ein für sie von vorneherein angemessenes Umtauschverhältnis festgesetzt wird, ist die gleiche wie bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages oder bei Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß. Jedenfalls bei konzerninternen Verschmelzungen kann eine „Angemessenheitsgewähr“ des von den Vorständen vereinbarten Umtauschverhältnisses keinesfalls angenommen oder vermutet werden. Daher ist, der Rechtsprechung des BVerfG zu den §§ 305 Abs. 3 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 4 AktG folgend, bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses grundsätzlich der Börsenwert der abhängigen Gesellschaft als Untergrenze zugrunde zu legen.

(d) Die Einwendungen, die hiergegen in Entscheidungen einzelner Oberlandesgerichte und in der Literatur erhoben werden, überzeugen nicht.

Die Beachtung der Börsenkursrechtsprechung des BVerfG bei konzerninterner Verschmelzung widerspricht nicht dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre der übertragenden und der aufnehmenden Gesellschaft. Die Rechtsposition der (Minderheits-) Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft genießt zwar ebenfalls den Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG. Die Gefährdungslage ist aber für sie nicht die gleiche wie für die außenstehenden Aktionäre der übertragenden konzernabhängigen Gesellschaft. Auch ein uneingeschränktes, striktes Gebot der Gleichheit der Bewertungsmethoden ist nicht anzuerkennen.

(e) Die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft müssen allerdings nicht ohne hinreichende Rechtfertigung oder angemessenen Ausgleich hinnehmen, dass bei der Bewertung des Unternehmens der herrschenden Gesellschaft deren niedrigerer, unter ihrem Schätzwert liegender Börsenwert angesetzt wird. Dasselbe gilt für den Ansatz eines niedrigeren Schätzwerts, wenn der Börsenwert der aufnehmenden Gesellschaft höher ist.

(f) Weder zugunsten der Aktionäre der übertragenden noch zugunsten der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft ist ein zwingender „Meistbegünstigungsgrundsatz“ anzuerkennen. Dieser Meistbegünstigungsgrundsatz soll besagen, dass zwingend geboten sei, den jeweils höheren Börsen- oder Ertragswert anzusetzen. Geboten ist nur, zugunsten der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft als Untergrenze des Börsenwert der abhängigen Gesellschaft anzusetzen. Im übrigen bedarf die Wahl einer für die Aktionäre einer Seite im Ergebnis „ungünstigeren“ Bewertungsmethode einer hinreichenden Rechtfertigung oder eines angemessenen Ausgleichs.

(g) Die Börsenkursrechtsprechung des BVerG ist nicht dahin fortzuentwickeln, dass, statt auf den höheren Börsenwert der übertragenden Konzerntochter, zwingend auf eine für deren Aktionäre günstigere *Relation der Börsenwerte beider Gesellschaften* abzustellen wäre.

(h) Die Börsenkursrechtsprechung des BVerG soll nicht den außenstehenden Aktionären der Konzerntochter den Einwand abschneiden, dass sich bei korrekter Anwendung des Ertragswertverfahrens, für das sich die Parteien des Verschmelzungsvertrages entschieden haben, ein höherer Ertragswert ergeben hätte. Den Aktionären der abhängigen Gesellschaft bleibt daher unbenommen darzutun, dass der Ertragswert ihrer Gesellschaft über deren Börsenwert liegt.

WORKING PAPERS

- |    |                     |   |
|----|---------------------|---|
| 1  | Andreas Cahn        | Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für<br>Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und<br>Rechtsschutz Betroffener<br>(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)                 |
| 2  | Axel Nawrath        | Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele<br>und Aufgaben der Politik, insbesondere des<br>Bundesministeriums der Finanzen   |
| 3  | Michael Senger      | Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12<br>Abs. 1 KWG<br>(publ. in: WM 2003, 1697-1705)   |
| 4  | Georg Dreyling      | Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung<br>des Finanzplatzes Deutschland  |
| 5  | Matthias Berger     | Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt<br>Börsen- und Wertpapierrecht   |
| 6  | Felicitas Linden    | Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-<br>Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie   |
| 7  | Michael Findeisen   | Nationale und internationale Maßnahmen gegen die<br>Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein<br>Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der<br>Finanzmärkte         |
| 8  | Regina Nöbner       | Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung<br>zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich<br>relevantem Verhalten   |
| 9  | Franklin R. Edwards | The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and<br>Investor Protection<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and<br>Regulation, 2004, S. 30 ff.)                 |
| 10 | Ashley Kovas        | Should Hedge Fund Products be marketed to Retail<br>Investors? A balancing Act for Regulators<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and<br>Regulation, 2004, S. 91 ff.) |
| 11 | Marcia L. MacHarg   | Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a<br>New Direction?<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and<br>Regulation, 2004, S. 55 ff.)                       |

- |    |                                  |   |
|----|----------------------------------|---|
| 12 | Kai-Uwe Steck                    | Legal Aspects of German Hedge Fund Structures<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)   |
| 13 | Jörg Vollbrecht                  | Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien  |
| 14 | Jens Conert                      | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik  |
| 15 | Bob Wessels                      | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe   |
| 16 | Theodor Baums / Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany<br>(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.) |
| 17 | Bob Wessels                      | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies  |
| 18 | Michael Gruson                   | Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie<br>(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)   |
| 19 | Michael Gruson                   | Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union<br>(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)   |
| 20 | Andreas Cahn                     | Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen<br>(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)   |
| 21 | David C. Donald                  | The Nomination of Directors under U.S. and German Law   |
| 22 | Melvin Aron Eisenberg            | The Duty of Care in American Corporate Law<br>(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)  |



- 23     Jürgen Than                    Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24     Philipp von Randow                Inhaltsskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25     Hannes Schneider                    Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26     Hans-Gert Vogel                    Die Stellung des Anleihetrehänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27     Georg Maier-Reimer                Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28     Christoph Keller                    Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29     René Bösch                         Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30     Lachlan Burn                        Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31     Patrick S. Kenadjian                Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 32 | Andreas Cahn                                 | Bankgeheimnis und Forderungsverwertung<br>(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)  |
| 33 | Michael Senger                               | Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern<br>(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)   |
| 34 | Andreas Cahn                                 | Das neue Insiderrecht<br>(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)   |
| 35 | Helmut Siekmann                              | Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem<br>geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für<br>Europa   |
| 36 | Michael Senger                               | Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz  |
| 37 | Andreas Cahn                                 | Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz<br>(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)  |
| 38 | Helmut Siekmann                              | Die Verwendung des Gewinns der Europäischen<br>Zentralbank und der Bundesbank  |
| 39 | Guido Ferrarini                              | Contract Standards and the Markets in Financial Instruments<br>Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy<br>Regulatory Architecture<br>(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)           |
| 40 | David C. Donald                              | Shareholder Voice and Its Opponents<br>(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,<br>Issue 2, 2005)  |
| 41 | John Armour                                  | Who should make Corporate Law? EC Legislation versus<br>Regulatory Competition<br>(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)   |
| 42 | David C. Donald                              | The Laws Governing Corporations formed under the<br>Delaware and the German Corporate Statutes   |
| 43 | Garry J. Schinasi/<br>Pedro Gustavo Teixeira | The Lender of the Last Resort in the European Single<br>Financial Market<br>(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,<br>Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman<br>eds., 2006) |
| 44 | Ashley Kovas                                 | UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing<br>Product Diversity   |

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- |    |   |  |
|----|---|--|
| 56 | Christian E. Decher                               | Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie<br>(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)                   |
| 57 | Theodor Baums                                     | Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht<br>(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)  |
| 58 | Theodor Baums                                     | European Company Law beyond the 2003 Action Plan<br>(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)                    |
| 59 | Andreas Cahn/<br>Jürgen Götz                      | Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung<br>(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)  |
| 60 | Roland Schmidtleicher/<br>Anh-Duc Cordalis        | „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?<br>(publ. in: ZBB 2007, 124-129)   |
| 61 | Andreas Cahn                                      | Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien<br>(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)                              |
| 62 | Theodor Baums                                     | Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht  |
| 63 | Theodor Baums                                     | The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay<br>(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.) |
| 64 | Oliver Stettes                                    | Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?<br>(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)                      |
| 65 | Theodor Baums/<br>Astrid Keinath/<br>Daniel Gajek | Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie<br>(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)                             |
| 66 | Stefan Brass/<br>Thomas Tiedemann                 | Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien<br>(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)   |
| 67 | Theodor Baums                                     | Zur Deregulierung des Depotstimmrechts<br>(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)   |
| 68 | David C. Donald                                   | The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries                                |

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 69 | Andreas Cahn   | Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG<br>(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)   |
| 70 | Theodor Baums/<br>Florian Drinhausen                   | Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von<br>Hauptversammlungsbeschlüssen<br>(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)   |
| 71 | David C. Donald  | Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-<br>Amerikanischen <i>Uniform Commercial Code</i> (UCC)   |
| 72 | Tim Florstedt  | Zum Ordnungswert des § 136 InsO<br>(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)  |
| 73 | Melanie Döge/<br>Stefan Jobst                          | Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten<br>Anstellungsverhältnissen<br>(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)   |
| 74 | Roland Schmidtleicher                                  | Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?<br>(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)  |
| 75 | Theodor Baums  | Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht<br>(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], Aktie und<br>Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung<br>und Finanzplatz, 2008, S. 525 ff)  |
| 76 | Andreas Cahn/<br>Nicolas Ostler                        | Eigene Aktien und Wertpapierleihe<br>(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)   |
| 77 | David C. Donald  | Approaching Comparative Company Law  |
| 78 | Theodor Baums/<br>Paul Krüger Andersen                 | The European Model Company Law Act Project   |
| 79 | Theodor Baums  | « Lois modèles » européennes en droit des sociétés<br>(publ. in : Revue des Sociétés 2008, S. 81 ff.)  |
| 80 | Ulrich Segna   | Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.<br>WpHG und § 244 AktG<br>(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)  |
| 81 | Reto Francioni<br><br>Roger Müller<br><br>Horst Hammen | Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts<br><br>Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als<br>Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie<br>Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als<br>Bewährungsprobe für das Börsenrecht<br>Verschmelzung von Börsen? |

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 82 | Günther M. Bredow/<br>Hans-Gert Vogel            | Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze   |
| 83 | Theodor Baums                                    | Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts<br>(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff) |
| 84 | José Engrácia Antunes                            | The Law of Corporate Groups in Portugal  |
| 85 | Maike Sauter                                     | Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)  |
| 86 | James D. Cox,<br>Randall S. Thomas,<br>Lynn Bai  | There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :<br>An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements   |
| 87 | Michael Bradley,<br>James D. Cox,<br>Mitu Gulati | The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :<br>Lessons from the Sovereign Debt Market  |
| 88 | Theodor Baums                                    | Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda<br>(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff)                    |
| 89 | Theodor Baums                                    | Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht<br>(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff)   |
| 90 | Theodor Baums                                    | Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes<br>(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff) |
| 91 | Tim Florstedt                                    | Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems  |
| 92 | Lado Chanturia                                   | Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS   |
| 93 | Julia Redenius-Hövermann                         | Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied   |
| 94 | Ulrich Seibert,<br>Tim Florstedt                 | Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf  |

- |     |   |   |
|-----|---|---|
| 95  | Andreas Cahn  | Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes<br>(publ. in : Der Konzern 2009, S. 7 ff) |
| 96  | Thomas Huertas                                      | Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis   |
| 97  | Theodor Baums,<br>Maike Sauter                      | Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag   |
| 98  | Andreas Cahn  | Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH<br>(publ. in : Der Konzern 2009, S. 67 ff)                                     |
| 99  | Melanie Döge,<br>Stefan Jobst                       | Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz  |
| 100 | Theodor Baums                                       | Der Eintragungsstopp bei Namensaktien   |
| 101 | Nicole Campbell,<br>Henny Mühler                    | Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft   |
| 102 | Brad Gans   | Regulatory Implications of the Global Financial Crisis  |
| 103 | Arbeitskreis<br>„Unternehmerische<br>Mitbestimmung“ | Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats   |

# ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT